

WORKING PAPER

#631 | 2019



Cem anos de crédito externo da República

JORGE BRAGA DE MACEDO

CEM ANOS DE CRÉDITO EXTERNO DA REPÚBLICA

Jorge Braga de Macedo

Academia das Ciências de Lisboa; *Académie Royale de Belgique*;

Center for Globalization & Governance, Nova School of Business and Economics, Carcavelos;

Center for International Governance Innovation, Waterloo, Ontario.

ÍNDICE

(subsecções *em itálico* não constam do prefácio a *Salazar e o saneamento financeiro*, 2019)

Sumário	2
Abstract	2
1. Introdução	
1.1. <i>Razão de ordem</i>	3
1.2. <i>Acesso ao mercado internacional de capitais e liberdade financeira</i>	3
1.3. Prefácio, com dois outros em mente	4
2. Anos 1960 iluminam os 1920	
2.1. <i>Pioneiro improvável das euro-emissões</i>	
2.1.1. <i>Antecedentes</i>	8
2.1.2. <i>Dillon & Read</i>	9
2.1.3. <i>Baring Brothers</i>	12
2.2. Arquivo ignorado de história bancária exemplar	16
2.3. Decorrências de DEP e SSF	21
3. Vinganças da finança internacional e resistências da doméstica	23
3.1. O escudo forte depois de Abril	23
3.2. Resistências às reformas decorrentes da mudança de regime	24
3.3. FMI vingá OEF?	29
4. Transição para o “posfácio que não foi”	
4.1. Conclusão	30
4.2. <i>Enredo</i>	31
4.3. <i>Constituição financeira redux</i>	32
Quadros	
1 Lista dos 50 documentos citados na Introdução e Capítulo I (+2)	36
2 Lista dos 38 documentos citados nos Capítulos II e III (+1)	37
3 Lista dos 52 documentos citados nos Capítulos IV a VI (+5)	37
4 Transição do escudo para o euro	39
5 Titulares, S&P, PDE e PAEF	40

Sumário: Ao longo de 100 anos, o recurso da República a mercados financeiros externos, mais ou menos articulado com a Organização Económica e Financeira ou o Fundo Monetário Internacional, permite retirar lições que continuam relevantes. Tendo-me sido facultados elementos relativos ao empréstimo da Sociedade das Nações, no sentido de prefaciá-la uma publicação intitulada *Salazar e o saneamento financeiro*, pareceu natural reprintar trabalhos desde os anos 1960, em anexos que foram sendo inseridos no texto. Estando o livro no prelo, acrescentei subsecções às secções que as não tinham, de maneira a realçar a relevância das lições dos anos 1920, 1960 e 1990. Qual posfácio, a última subsecção, interroga-se sobre a constituição financeira vigente. Como ressalta da correspondência entre FSV, Santos & Vianna e o que é hoje Citibank, estava no âmago do famoso *saneamento financeiro* “um empréstimo que não foi”. Adicionalmente, a interacção entre autor, filho e prefaciador permitiu descobrir “um artigo que não foi”. Embora esta descoberta seja mais sensacional, sem a articulação do Ministro das Finanças com os bancos estrangeiros, através de FSV, o problema constitucional de emitir aquele empréstimo teria beliscado o crédito do soberano. A subsecção 2.1. mostra assim como o regresso ao crédito externo em condições de mercado com Dillon, Read e Baring Brother (secundários na negociação anterior), tornaram a República pioneira improvável das euro-emissões. Mais, ressalta da secção 3 que a mudança de regime cambial consagrada no Tratado da União Europeia presumia mudanças na constituição financeira e orçamental. Porém, foram ignoradas até à crise do euro e continuam adiadas. Assim, sem prejuízo das comparações conjunturais, o farol da história consegue realçar a complementaridade entre organizações e mercados financeiros internacionais.

Abstract: The establishment of external financial reputation became a major policy issue for Portugal in the late 1920s, the early 1960s and, after two IMF stabilization programs, the early 1990s, when the *escudo* joined the European Monetary System and became part of the euro from the beginning. Lessons from the Portuguese currency experience during the 20th century became relevant again in the early 2010s, when a program of economic and financial assistance agreed with IMF, European Commission and ECB prevented another sovereign debt crisis. This paper discusses newly available evidence on negotiations for a League of Nations loan, interrupted in October 1929, just before the great crash. The correspondence between the foreign and domestic banks, often reflecting interactions with the Treasury, was described and interpreted in a manuscript written in the early 1980s by João de Sousa da Câmara, while he was working on the history of Banco FSV & Burnay. As the author numbered less than half of the 140 documents kept in the Archives of predecessor FSV, Santos & Vianna, I list them in three tables by order of appearance in the book, whose title could be translated as *Salazar and financial cleanse* (though the cleansing refers to public, rather than personal, finance). When Câmara was at last willing and able to publish his report, I wrote a draft preface which led him to discover in the National Archives two draft versions of the manuscript Salazar submitted to *Foreign Affairs Magazine*, which he annexed to the book, confirming that it was never published. He found a new document, dated 3 February 1930, thanking the editor, which replaces the letter 29 November 1929 from FSV to what became Citibank. As it turns out, now defunct Dillon, Read and Baring Brothers also underwrote Republic of Portugal issues in the 1960s and I described the process in a 1970 publication, excerpts of which are reproduced in section 2. In section 3, I update previous work on the change in currency regime called for in the Maastricht Treaty - which I signed as Minister of Finance. The fiscal and financial constitutions were such that successive governments, especially after 2007, ignored the excessive deficit procedure, though it was in effect almost every year between 2001 and 2015. The neglect was such that a program of economic and financial assistance was required in 2011. The lessons drawn in section 4.3 echo historical precedents rather than the contemporaneous programs in Greece and Ireland.

1. Introdução¹

1.1. Razão de ordem

Será ocioso comparar a reputação financeira da República nos períodos 1928-31, 1962-67, 1989-94 e 2011-14? Conjunturas e instituições políticas, económicas, sociais eram certamente diversas mas a articulação do crédito externo com o regime cambial nem tanto. Apesar dos choques da descolonização africana e do fim da guerra fria, o gradualismo da abordagem caracteriza os anos 1960 e 1990. Pelo contrário, não esquecendo antecedentes mais longínquos da nossa história financeira, como a convertibilidade-ouro 1854-90, as crises do primeiro e último período obrigavam a respostas imediatas, eventualmente articuladas com instituições como a Organização Económica e Financeira da Sociedade das Nações ou o Fundo Monetário Internacional, apoiado na Comissão e Banco Central Europeus. Sem embargo destas correspondências binárias, que lições dos anos 1920, 1960 e 1990 continuam relevantes após a crise da Zona Euro, quando pesam ameaças sociais e políticas sobre a estabilidade da ordem global criada há 75 anos na conferência de Bretton-Woods?

Creio que a resposta inclui elementos contidos no prefácio a *Salazar e o saneamento financeiro* (SSF), que dividi em 4 secções, inicialmente com outros tantos anexos. A secção 2 pretende iluminar os anos 1920 com os anos 1960 arriscando-se a encandear o leitor com o detalhe das euro-emissões e seus protagonistas antes de lhe dar a conhecer uma exemplar história bancária portuguesa e as decorrências dos dois episódios. Na secção 3, cotejo vinganças da finança internacional com resistências da doméstica, sejam ou não esperadas. Em jeito de posfácio, a secção 4 alude ao problema da constituição financeira implícita nas três leis fundamentais que a República conheceu.

Pelo caminho inseri os anexos no texto, rearrumando os documentos listados nos quadros 1 a 3 por capítulos de SSF. Com o livro no prelo, acrescentei subsecções às três secções que as não tinham, de maneira a realçar a relevância das lições dos anos 1920, 1960 e 1990. A secção 2.1. repristina as fases do regresso ao crédito externo em condições de mercado esmiuçadas em *A Dívida Externa Portuguesa* (DEP, separata com 511 páginas dos números 132 a 137 de *Ciência e Técnica Fiscal*, publicados entre 1969 e 1970) e as decorrências de dois bancos secundários na negociação anterior nos terem tornado pioneiro improvável das ditas euro-emissões. A secção 4.2. interroga-se sobre a constituição financeira numa lei fundamental com vigência mais longa do que a de 1933: mau grado a recente “jurisprudência da crise” e a política de reversão subsequente, aumentou a abertura e flexibilidade da economia nacional. No *Financial Times* de 25 de Agosto, até fomos vistos como “esperança da Europa”!

1.2. Acesso ao mercado internacional de capitais e liberdade financeira

Em 5 de Junho de 1928 (doc. nº 1, quadro 1), FSV recebeu mandato do Ministro das Finanças para negociar com National City Bank of New York (cuja sede europeia em 36 Bishopsgate, SSF p. 93, mudou para Canary Wharf em 2001) o recurso da República ao financiamento externo. Embora a correspondência continue até depois do *crash* de 1929, por causa do interesse de Salazar na comunicação financeira transatlântica, MF confirma a FSV o fim das negociações em 2 de Fevereiro (doc. nº 129, quadro 3). Por seu lado, Citi escolheu Dillon, Read e Baring Brothers, então com sede no nº 46 da William Street (esquina com Wall, DEP p. 185, nota 322, não reproduzida em SSF, p. 243) e no nº 8 de Bishopsgate, respectivamente, os quais viriam a juntar-se e desapareceram pouco antes da crise de 2008.

¹ Agradeço a ajuda essencial de Juan Flores da Universidade de Genebra, que me enviou documentos de *League of Nations Archive* referentes ao empréstimo português (os quais incluem trocas de correspondência em holandês vetusto que o meu colega Martijn Boons conseguiu traduzir na hora...) e da Biblioteca Almada Negreiros, agora Teresa e Alexandra Soares dos Santos Library, bem como esclarecimentos de Barry Eichengreen (*Berkeley*), Marc Flandreau (*Penn*) e Eugene White (*Rutgers*). Erros e omissões são da minha responsabilidade.

Ao contrário, em 1962 começou-se com um empréstimo bancário americano, confiado a DR. Seguiram-se euro-emissões em dólares a 20 anos, organizadas em 1964 na praça de Londres por BB (+8), em NYC no ano seguinte por DR e no Luxemburgo em 1966 por DR (+62 incluindo BB). Em 1967, Banque de Paris et des Pays-Bas, seguida de DR e da Banca Commerciale Italiana (hoje Intesa Sanpaolo, +67 incluindo BB) lideram uma emissão a 10 anos. A estratégia de reforço de bancos situados na actual Zona Euro resulta tanto de restrições nos mercados anglo-americanos como da proactividade de Paribas, que considerou ter “dirigido” o empréstimo (DEP, p. 364 nota 645). Ainda assim, DR dirigiu tanto a estreia como a operação “mais brilhante” (DEP, p. 351).

A versão de SSF entregue para publicação na colecção Fin Tech II das Edições Almedina conta 303 páginas. Inclui, além do texto, uma dúzia de ilustrações, anexos com extractos de DEP (pp. 237-261), a reprodução do manuscrito “A Reconstrução Económica e Financeira de Portugal” e sua tradução inglesa, submetida a *Foreign Affairs*, bem como uma Nota Final assinada Francisco S.C. O texto acolheu implicitamente alguns pontos do prefácio que enviei a 1 de Maio de 2018, e aprontei para a série dos *Nova School of Business and Economics Working Papers*, em plena mudança para Carcavelos.

Felizmente para o leitor, a versão dada a lume beneficia de mais alguns documentos encontrados na Torre do Tombo (TT), listados sem número no quadro 3 (SSF, p. 23). Infelizmente para o prefaciador, menos de metade dos documentos são numerados e as notas deixaram de ser corridas! Houve assim que transformar dois quadros anexos nos três reproduzidos adiante, juntando aos 140 documentos 5 repetidos ou não identificados e 3 que estavam na TT (dos quais só 3 e 2 constam dos quadro 1 a 3 de SSF, pp. 18-23). Há modificações que decorrem de revisões do autor ao próprio manuscrito, desde melhor legibilidade dos documentos referidos até acrescentos motivados pelo prefácio. Outras resultam de maior cuidado com a apresentação do espólio, que me levou a incluir no texto os quadros e extractos que estavam em anexo, tentando não perturbar o fio do argumento com informação espúria. Com o mesmo fito, preservei a numeração das 60 notas do prefácio a SFF.

1.3. Prefácio, com dois outros em mente

Filho e neto de agrónomos e neto de financeiro, João de Sousa da Câmara cedo se dedicou à história pátria e financeira, retirando lições do crédito externo português. Na sua primorosa *História do Banco Fonsecas & Burnay*, já insinuara o inédito de quase 60 mil palavras que iria apresentar com subtileza na homenagem a seu avô dez anos depois: “Se quisermos ajuizar agora pelo convite que recebeu a 6 de Junho de 1928 do governo português para servir de intermediário numa grande operação externa destinada ao saneamento financeiro do País, teremos de concluir que a casa bancária Fonsecas, Santos & Vianna já nesse tempo gozava do maior crédito quer no plano nacional quer no internacional”². O capítulo I, que cobre o período até 1920, terminara aludindo a novos protagonistas do célebre empréstimo da Sociedade das Nações em termos que lembram tanto a interdependência dos sectores de atividade económica como a sucessão das gerações: “Quando a lei dos cereais interessava os moageiros na alta dos câmbios, a Sociedade (FSV) passava para a direcção inteligente e dinâmica de dois

² *História*, p. 64. Lê-se na segunda página em maiúsculas que o livro é “o testemunho da história duma herança para preservar o traço de união entre o passado e o futuro. Publica-se antes de 1986 para “anunciar condignamente” o 125º aniversário do banco que viria a ser adquirido em 1991 pelo Banco Português de Investimento, naquilo que foi considerado o “negócio do século” (<http://bancario.pt/banco-fonsecas-burnay/#ixzz5777WtelZ>): abriu caminho para a entrada de parceiros externos de grande dimensão em 1995 e a aquisição do Banco de Fomento e Exterior e do Banco Borges & Irmão em 1996, criando-se a marca em 1998: “A laranja e a flor de laranjeira simbolizam o acolhimento, a dedicação e o sentido de serviço, evocando, numa inesperada ligação, a história dos Descobrimentos Portugueses” lê-se em <http://www.bancobpi.pt/grupo-bpi/a-marca/>.

jovens, filhos de um grande industrial de moagem!”³. Ora a questão cerealífera e a convertibilidade cambial são dois temas tratados na década anterior pelo lente de Coimbra que, enquanto Ministro das Finanças, teve de lidar com a SdN. No magnífico volume de 300 páginas dedicado a *Inocêncio Camacho Governador do Banco de Portugal (1911-1936) Estudos Históricos*, 1998, o autor foi mais explícito quanto ao inédito e FS&V, pela ordem inversa. O capítulo XI, comunicação à Academia Portuguesa de História a propósito do 150º aniversário do Banco de Portugal, ao contrastar a agudização do conflito entre “efebocracia e gerontocracia” que aí se verificou nos anos 1920, identificou Rui Ennes Ulrich como “chefe da facção inovadora” acrescentando que, com seu irmão João, “pensaram tomar conta dum antigo e prestigiado estabelecimento de crédito na rua do Comércio: o Fonsecas, Santos e Vianna. Só que a este grupo se anteciparam dois irmãos, Álvaro e Mário de Sousa, filhos de um industrial de moagem, muito mais afortunados para administrar tão apetecido fundo de negócios”⁴. Aliás, na pluma de Fernando Emídio da Silva (1886-1972), vice-governador do Banco de Portugal que prefaciou *A Missão Pedagógica da Banca*, 1968, obra de juventude do autor, a Rua do Comércio aparecia com o nome antigo: “vetustas instalações nas imediações dos tempos da primeira grande guerra (...) contrastavam com o dinamismo e alvoroço que passara a reinar na Rua dos Capelistas”⁵. Quanto ao inédito agora dado a lume, é objecto de alusão no capítulo anterior, intitulado “A alternativa ao empréstimo da Sociedade das Nações”, o elenco de seis capítulos (dos quais II; III; IV E V mantiveram os títulos) bem como um elegante resumo do argumento. A propósito do convite que recebeu em 1982 para “escrever a história de um estabelecimento de crédito”, leia-se BF&B, declara: “tive a ousadia de realizar um estudo não pequeno com o seguinte título: *A Banca e o Saneamento Financeiro*, a fim de preservar essa história de qualquer destruição. A obra fez-se...aguardando apenas que seja oportuno publicá-la”⁶.

O prefácio do Presidente da Academia de História (p.14) proclama que *Camacho* tem como alicerce a comunicação a que se refere o capítulo XI, à qual assistiram, “entre outras figuras”, dois Governadores do Banco de Portugal, António de Sousa e António Manuel Pinto Barbosa (1917-2006), este último identificado como antigo Ministro das Finanças⁷. Daí o interesse que

³ *História*, p. 46. A nota 132 referente à lei dos cereais cita uma obra póstuma de Anselmo de Andrade. Em *O ágio do ouro e outros textos económicos (1916-1918)*, introdução e direcção de Nuno Valério; Banco de Portugal, 1997 este afirma que “Salazar conseguiu obter, enquanto político, a estabilidade cambial pela qual ansiava enquanto professor” (p. XVIII). Ver ainda a análise minuciosa de Jaime Reis, “A ‘Lei da Fome’: as origens do protecionismo cerealífero (1899-1914)”, *Análise Social*, 1979, pp. 745-793.

⁴ *Camacho*, cit. p. 118. A dedicatória com que João me brindou lembra o “gosto especial que sempre evidenciaste pela História da Banca e o mundo das finanças” depois de evocar a relação de meu pai com a Academia Portuguesa de História - da qual foi nomeado sócio correspondente em 1969 e ocupou a cadeira nº 19 em 1972, conforme consta de *Elogio do Professor Doutor Jorge Borges de Macedo (1921-1996)*, que a sua sucessora Maria do Rosário Themudo Barata publicou em 2004, p. 46. Além de mais duas comunicações incluídas neste volume, o autor também publicou nos *Anais* (II Série, Volume 37, pp. 209-29, do mesmo ano) uma comunicação de 1991, intitulada “A Genealogia da Banca em Portugal”, que reflete trabalhos citados nas notas 16, 20 e 21.

⁵ *História*, cit., p. 45, “palavras textuais de Fernando Emygdio da Silva” no elogio fúnebre que faz ao irmão mais velho, decerto o banqueiro menor neste relato. Atente-se ainda que, em 5 de Novembro de 1910, o primeiro edital da vereação republicana da edilidade lisboeta denominou Rua do Comércio a Rua Nova d’El Rei, vulgo dos Capelistas. Volto ao vice-governador do Banco de Portugal na nota 16.

⁶ *Camacho*, cit. p. 105 e SSF, p 58, nota 6 para a qual remete doc. nº 61 do quadro 1 abaixo, p. 34.

⁷ No mesmo cargo, coube-me superintender a negociação de empréstimos externos depois de restaurada a convertibilidade plena do escudo em Dezembro de 1992, tema abordado na secção 3. Mais, na Academia das Ciências de Lisboa, ocupo a cadeira nº 18L do titular que elogio em “António Manuel Pinto Barbosa, Economista e Governante”, *NSBE Working Paper* nº 577, 2013. Além da “comunicação televisada do Ministro das Finanças sobre crédito externo de 23 de Maio de 1962” para salientar a “projectão pública do problema”, cito o parecer da Câmara Corporativa sobre a Lei de Meios

estes trabalhos de João de Sousa da Câmara me suscitam, ao ponto de me terem ocorrido títulos alternativos, conotando, além do Ministro das Finanças por antonomásia, a singularidade do Banqueiro escolhido para negociar nos mercados internacionais, sem comprometer a reputação financeira do soberano no exterior nem reconstituir monopólios fiscais, como o dos fósforos. Ora, Mário Luís de Sousa assegurou em exclusivo a articulação com o *National City Bank of New York* - valendo-se talvez da “amizade sincera”⁸ com Albert M. Travers, sobre o qual nada consegui apurar junto da arquivista do Citi. Mais do que prodigalizar títulos à cabeça, é costume num prefácio resumir o argumento antes de avaliar a sua contribuição na obra do autor e, se calhar, do próprio prefaciador. Neste caso, as três partes refletem a curiosa articulação desse argumento com trabalhos que precedem a minha afinidade com a família do autor e a subsequente amizade com um dos filhos - mas certamente ecoam um interesse comum aos quatro pela história financeira. Assim, respigo trabalhos nossos para motivar a narrativa de como um ministro das finanças e um banqueiro portugueses interagiram com os mercados financeiros internacionais para negociar um empréstimo multilateral, a ser gerido pela Organização Económica e Financeira (OEF) da SdN, sendo que para Portugal o crédito externo permitiria restaurar a convertibilidade-ouro da moeda, como veio a acontecer *in extremis* em Julho de 1931⁹.

Adiantei a inesperada tarefa de repristinar estes temas durante uma estadia em San Francisco pois (graças ao BART) num instante atravessei a baía para debater os documentos inéditos de FS&V com o velho colega que, como outros amigos e discípulos nas duas costas do Atlântico norte, acharam que era preciso investigar mais¹⁰. Feito o desafio, quero resumir o argumento tendo em mente os prefácios de duas publicações que o João amavelmente me dedicou¹¹. Quando o seu filho Francisco, querido amigo, ligou a testar a minha disponibilidade para prefaciar um inédito que o pai queria dar à estampa, pedi para ver e pensar. Logo me

para 1969 de que foi relator “em que aparecem de maneira bastante completa as disponibilidades em ouro e divisas” em DEP, pp. 33-34 e 443 respectivamente. Ver nota 47 adiante.

⁸ Assim referida SSF, p. 103; Weeks ofereceu Travers para traduzir o artigo que Salazar escreveu para *Foreign Affairs* (ibid., p. 224 e doc. nº 57 quadro 3 abaixo). Sobre *Citi*, Harold van B. Cleveland e Thomas F. Huertas, *Citibank, 1812-1970*, Harvard Studies in Business History, 1985 está focado no mercado americano e não tanto no internacional que perdeu peso a partir de 1928. Note-se que o autor oferece títulos alternativos, com Ministro no prólogo e Banqueiro na conclusão, assim: “Salazar e a alternativa ao empréstimo da SdN” (ibid., p. 47) e “FS&V e a alternativa ao empréstimo da SdN” (ibid., p. 207).

⁹ Para além de notar que OEF e SdN são os precursores do FMI e Nações Unidas respetivamente, recorro que comparei o padrão-ouro ao padrão-euro na conferência comemorativa do 140º aniversário da nossa adesão, organizada com apoio do Banco de Portugal e da Fundação Luso-Americana. Daí saiu *Convertibilidade Cambial* (prefaciado pelo meu sucessor no Terreiro do Paço, quando era Governador António de Sousa) organizado com Barry Eichengreen e Jaime Reis. A versão inglesa, de 1996, intitula-se *Currency Convertibility: The Gold Standard and Beyond*. O processo da segunda adesão é detalhado na contribuição de Teixeira dos Santos (que também viria a presidir ao Ecofin em 2007, Quadro 5 abaixo).

¹⁰ Agradei-lhes, sem os comprometer, na nota 1. Além das cartas do Ministro das Finanças de 6 de Junho, 18 de Julho e 27 de Agosto (notas 6, 15 e 55 do capítulo 1, reproduzidas em BF&B, cit., p. 65, 66 e 68, respetivamente), a revisão acrescentou documentos «que permanecem no arquivo Salazar na Torre do Tombo, sem grande divulgação pública» (SSF, p. 6). As notas 27 e 30 do capítulo VI repetem os docs. nº 57, r57 do quadro 3, seguindo-se na nota 28 o nº 140 referente a uma carta de FSV a Citi datada de 29 de Novembro que revela desconhecimento da troca de cartas com o redactor da *Foreign Affairs* que constam do Arquivo Salazar (notas 24, 31 e 32 do capítulo VI mais referência ao convite, p. 220). Optei por não numerar esses documentos, tal como os três repetidos (“r” antes do número).

¹¹ Nos documentos n.os 57, 34, 44 e 49 do quadro 3, menciona-se o artigo de Salazar destinado à *Foreign Affairs*, já afluído na nota 8 acima. Mais, é citado em *Camacho*, cit. p. 83 (em português) como tendo sido publicado (nota 62 ibid.) e a tradução inglesa faz parte do espólio BF&B (SSF, p. 222, n. 26), tendo-me sido facultada uma cópia dactilografada. Apesar do mau estado de conservação, felicito-me pela publicação em anexo de duas versões desta consequência tangível do esforço dos banqueiros, à qual volto na nota 53 abaixo.

chegaram por mão própria o inédito e publicações anteriores que li no Entrudo e, sem curar de prazos nem de tamanhos, meti mãos à obra. A hesitação converteu-se em entusiasmo porque venho escrevendo há meio século sobre crédito externo e este episódio continua a parecer-me relevante. Tornou-se assim mais difícil evitar um prefácio maçudo, contra o exemplo desafiante dos dois eminentes prefaciadores da Academia das Ciências.

Começo por evocar o historiador, que conheci no funeral da minha avó paterna em 1973 e associo a inesquecíveis homenagens na Academia de História¹². A ele meu pai dedicou “Portugal um Destino Histórico”, que a sucessora chamaria “uma das suas comunicações mais emblemáticas, símbolo de toda a sua obra e da própria missão pessoal que recebeu como destino”¹³. Aí encontrei a citação que descreve as iniciativas levadas a cabo pelo Centro de História da Faculdade de Letras e o IICT entre 2004 e 2009: “Nós sabemos que os valores se perdem, quando se esbate a dignidade com que são defendidos e se plastifica o contexto em que são vividos ou com que se defendem. Torna-se indispensável restaurá-los para cada contexto. Saber continuar”¹⁴. Mais próximo ainda estará o exórdio *ex abrupto* aplicado a José de Azeredo Perdigão por ocasião do seu doutoramento *honoris causa* na Faculdade de Letras em Fevereiro de 1974: “Tradição universitária e seu fundamento, ao mesmo tempo que expressão profunda de humanismo, esta certeza de que as habilitações por grau académico não moldam o homem. É este – quando superior – que nelas se exprime”¹⁵.

Acredito que ambas as citações são congruentes com a abordagem deste livro, no qual a complementaridade entre a banca nacional e internacional beneficia reformas estruturais e reputação financeira da República, como já se verificou outra vez neste século. Volto pois a mencionar, desta feita no texto, confrades da Academia das Ciências, desde logo Fernando Emídio¹⁶. Não cheguei a conhecer pessoalmente o professor de finanças que precedeu o meu, Pedro Martínez, atual decano da secção de direito e da própria Academia. Começando pelas descendências depois de Abril, académicas e não só, temos José da Silva Lopes (1932-2015), que chamou o grupo do MIT em 1976 e sucedeu a Jacinto Nunes (1926-2014) enquanto Governador, e depois enquanto académico efectivo¹⁷. Ora Jacinto, a quem se deve a singular

¹² O eminentíssimo confrade presidiu à sessão de 1 de Março de 2000, na qual foi pronunciado o *Elogio*. No discurso de encerramento, aludiu de modo vernáculo e emotivo às diferenças relativas à “concepção da obra histórica” (p. 148), concluindo com a convicção de que “a cultura portuguesa do nosso tempo (o) há-de sempre lembrar...como um dos mais dignos e prestantes servidores que teve no século XX” (p. 150).

¹³ *Elogio*, cit., p. 49

¹⁴ Jorge Borges de Macedo: *Saber Continuar*, Instituto Diplomático, 2005, p. 253; *História Diplomática Portuguesa Constantes e Linhas de Força: Estudo de geopolítica*, Lisboa: Tribuna da História e Instituto de Defesa Nacional, 2ª edição ilustrada, 2006; “Jorge Borges de Macedo dez anos depois (1996-2006)”, número especial de *Negócios Estrangeiros*, nº 11.3, 2007; *Nove Ensaios na tradição de Jorge Borges de Macedo*, Lisboa: Tribuna da História em colaboração do CG&G e IICT, 2009; A lista dos eventos vem anexa a Ana Macedo, *Jorge Borges de Macedo Privado e Publicado*, IICT, 2010.

¹⁵ *Saber Continuar*, cit., p. 243.

¹⁶ O singular prefácio ao elegante livrinho dedicado à memória do avô materno no 25º aniversário de sua morte recorda também a ascendência paterna, que inclui dois outros confrades: evoca “uma réplica decisiva de Manuel de Sousa da Câmara a um argumentador menos paciente; foi um primor de argumentação e cortesia” (p. XVII), citando a seguir ao avô um elogio académico ao pai. E acrescenta: “Há vinte e cinco anos, por sinal, António de Sousa da Câmara publicou o seu segundo livro. Intitulava-se *No Caminho* – e versava, magno problema, a organização científica do trabalho. Prefaciou esse livro o Doutor Marcello Caetano...” (p. XVIII). No mesmo formato, publicou em 1973 *A Banca em Contestação*, onde a onze capítulos em português junta quatro artigos em inglês, publicados no *Times*, *New York Times*, e *World Banking*. Perpassa a preocupação demonstrada no livro anterior com o que se poderiam chamar “raízes sociais da reputação financeira” ou apenas “liberdade financeira”.

¹⁷ Silva Lopes não chegou a elogiar o seu predecessor na cadeira nº 28, entretanto renumerada nº 8L. A 26 de Abril de 2018, foi elogiado por Jaime Reis – que cumpriu a praxe ao referir Jacinto Nunes.

renovação da secção de economia e finanças nos últimos dez anos¹⁸, ocupara em 1976 a cadeira de Fernando Emídio. Este impôs ao seu prefácio a forma de carta ao autor, e o teste severíssimo da brevidade - a que chamou de escrever “ao de leve” (*Missão*, cit., p. XV). Fui, confesso, tentado a seguir o exemplo daquele a quem associei a imediata estabilização do escudo com o esterlino inconvertível¹⁹. Porém, usando uma expressão da época (que entretanto caiu em desuso no hexágono), escolhi de “m’apesantir”, consultando outras obras que pai e filho me iam facultando.

2. Anos 1960 iluminam os 1920

2.1. Pioneiro improvável das euro-emissões

2.1.1. Antecedentes (DEP 183-185)

Há cinquenta anos, num trabalho para a cadeira de finanças, de que era titular Pedro Martínez, contrastei o recurso tímido à dívida externa, que olhava a más recordações, com operações em condições de mercado. No verão de 1969, graças aos bons ofícios de minha mãe, que era bancária, consegui obter dólares, descobri a costa leste para onde iria voltar e completei o trabalho.

As duas subsecções seguintes abreviam os extractos de DEP em anexo a SSF, começando por Citi (chamado “congénere” na Sinopse, p. 6): p. 210-211 descrição; p. 314 acordo de pagamento com DR para o empréstimo de 1965; p. 394 Quadro A.3-a empréstimo da TAP (23-4-69) bem como aos outros 8 membros do “consórcio de bancos americanos” (p. 202 ss: Bank of America, Bankers Trust, Chemical Bank, Continental Illinois, Irving Trust, Manufacturers Hanover, Morgan Guaranty e J.H. Schroder). Nenhum subsiste embora Chemical, MH e MG sejam predecessores de Chase, rival tradicional que o Tesouro nomeou agente autenticador do empréstimo de 1965 (p. 314) e teria desistido de participar no de 1962 (p. 202, nota 335, esclarecendo que a matéria era considerada confidencial por DR).

A partir do regresso dos principais países europeus à convertibilidade externa das suas moedas, em 1958, desenvolveram-se as emissões internacionais, com particular realce para as emitidas no mercado de capitais americano. O mercado das euro-emissões surgiu com a entrada em vigor da *Interest Equalization Tax*, em Julho de 1963, mas em 1957 já Petrofina lançara um empréstimo gerido pela Société Générale de Banque (fundiu com Fortis em 1999 e passou para BNP Paribas Fortis dez anos depois) e a Banque Lambert SCS (hoje no ING Group).

Em Fevereiro de 1961, a Kredietbank S. A. Luxembourgeoise (hoje KBL) lança o primeiro empréstimo denominado em unidades de conta europeias, obrigações com cupões de 53/4% oferecidas a 99% e de 16 a 17 anos de prazo de amortização no valor de \$5M, por conta da Sacor (um dos promotores foi F. Collin, «Une nouvelle méthode de financement international», *Revista da Faculdade de Direito de Lisboa*, XIX, 1965. p. 225). Idêntica operação é repetida, para o mesmo mutuário, em Março do ano seguinte. Apesar de o Estado possuir

¹⁸ Além de breve menção por ocasião do elogio ao seu sucessor, mencionado na nota anterior, lembrei Jacinto em várias ocasiões e dois confrades seus co-autores, José Luís Cardoso e Manuel Porto, publicaram postumamente uma obra comum. *Macro de Economia Aberta: Ensino e Prática depois de Abril*, ACL, 2018, comemora os 40 anos do *Simpósio de Estudos Keynesianos* realizado na Academia e o meu contributo considera ele um de “quatro ases”. Por sinal, o livro foi patrocinado pelo BFA, parte do Banco de Fomento e Exterior, dirigido por Miguel Cadilhe a partir de 1992 e que se fundiu depois no BPI.

¹⁹ “La politique monétaire du Portugal”, *Revue de Science et Législation Financière*, Jan-Mar 1937 citado em *Portuguese Currency Experience*, 3º ensaio da minha tese de doutoramento citado notas 29, 43 *infra*, logo publicado no livro de homenagem ao saudoso confrade, José Joaquim Teixeira Ribeiro (1908-97), p. 15 nota 8. No mesmo sentido, Teixeira dos Santos, *Convertibilidade Cambial*, cit. p. 246 salienta a boa aceitação na comunidade empresarial. Curiosamente esta saída não é registada em Mika Arola, *Foreign capital and Finland: Central government’s first period of reliance on international financial markets, 1862-1938*, Banco da Finlândia, 2006, p. 178 (fonte que devo a Eugene White). Ver correspondência entre o Minsitro das Finanças Risto Rivi (1889-1956) e G.K. Weeks, o banqueiro americano mencionado nas notas 9, pp. 155 e 324, p. 169-170

31,7 % do capital da companhia não deu aval mas o excepcional sucesso das operações terá tido influência psicológica no restabelecimento do crédito público externo quando, sessenta anos depois do último acto importante praticado como devedor internacional, Portugal reapareceu no mercado, nessa qualidade.

No *Financial Times*, no *New York Times* e no *International Herald Tribune* (Paris) de 6 de Julho de 1962, com efeito, apareceu um anúncio (tombstone) que referia ter Dillon, Read colocado promissórias «Republic of Portugal» no valor de \$12M junto de certos bancos americanos. Embora os jornais portugueses tivessem calado o acontecimento, este teve repercussão financeira e política desejada: demonstrava que o antigo insolvente tinha capacidade para cumprir os seus compromissos numa altura de redobradas despesas militares, ou, pelo menos, que importantes firmas americanas acreditavam nessa capacidade. Em 18 de Novembro de 1963 foi lançado um empréstimo de \$13M em unidades de conta para o Banco de Fomento Nacional, com aval do Estado.

Um empréstimo bancário está menos sujeito às oscilações da opinião pública –financeira mundial do que uma emissão pública. Portugal acedera ao mercado internacional pela porta pequena: era completamente inviável em 1962 tentar vender títulos do Estado português, por isso se procedeu em duas etapas.

A segunda foi vencida dois anos depois, em 6 de Julho de 1964. A página inteira no *Financial Times* dessa data aparecia a reprodução do prospecto «Republic of Portugal U. S. \$20,000 53/4 % Bonds 1979/84», isto é da primeira emissão pública de euro-obrigações feita pelo nosso país. Nessa data já os títulos haviam sido colocados por seis bancos de seis países europeus, Suíça, Holanda, Suécia, Alemanha, Bélgica e França. O chefe de fila dessa operação era Baring Brothers, também desta vez secundado por N. M. Rothschild e Schroder Wagg.

Como indicado, o anexo publicado em SSF descreve os dois principais agentes das três euro-emissões da República, suprimindo tombstones, quadros, notas de rodapé e remissões julgadas irrelevantes para o presente propósito. Às referências bibliográficas restantes deve explicitar-se a minha primeira publicação, intitulada “O Mercado das Euro-Emissões”, *Revista Bancária*, nº 19 Janeiro de 1970, pp. 53-105 e sua nota 3, que mantenho: “Apesar de certa tendência em contrário, usa-se bilião como sendo mil milhões”, quer dizer bi=1000M.

2.1.2. Dillon, Read: da emissão bancária à bolsa de Nova York (DEP, pp. 185-201)

DR colocou os quatro empréstimos bancários portugueses, chefiou o sindicato de duas das 4 emissões públicas de obrigações em dólares e co-chefiou outra, num total de \$100M (quase três milhões de contos). Incluindo os empréstimos bancários para a Companhia Mineira do Lobito, com aval do Estado, esse total ascende a \$154,5M.

As origens da casa remontam a 1830, data em que foi fundado em Nova York o banco de investimento William A. Read & Co.. Em 1920 entrou nessa firma um certo Dillon, que, seis anos mais tarde, a comprou e mudou a denominação para a actual. Seu filho, Douglas Dillon, ascendeu a presidente e deu o impulso decisivo ao banco. Com efeito, foi ilustre homem político da era Eisenhower, tendo sido em Embaixador em Roma e Secretário de Estado do Tesouro. Nesse último cargo, no qual se manteve durante a administração Kennedy, favoreceu emissões estrangeiras em Nova York por conta dos países europeus, enquanto os seus mercados internos não estivessem mais desenvolvidos. Essa visão foi contrariada pela *Interest Equalization Tax* (IET), lançado em 1964 retroactivo a meados de 1963, mas Henry Fowler, continuador de Dillon no Tesouro americano acrescentou-lhe o seu nome, passando-se a falar da tese de Dillon-Fowler. Além disso, Dillon fez parte da célebre Comissão Pearson, cujo relatório foi apresentado na reunião de 1969 do Banco Mundial. A despeito do seu tamanho quase «artesanal» (apenas 25 «officers», isto é pessoal de direcção, contra mais de 200 para Merrill Lynch por exemplo), DR destacou-se desde o fim da guerra afirmando com nitidez a sua vocação internacional e escolhe os seus clientes com um cuidado correspondente à tremenda capacidade de «lobbying» que lhe valem as suas tradicionais relações com Washington. Nesses termos, criou em 1961 uma agência em Paris que cedo personalizou por razões sobretudo

fiscais. Assim, Dillon, Read Overseas Corporation apareceu a tomar firme euro-emissões, ao contrário de Morgan, Stanley que o faz através de Morgan & Cie International, e a sede deixou de exigir que o seu nome figurasse sempre no sindicato de chefia.

Os clientes internacionais (DEP, p. 189-90), representam cerca de 20% de mais de \$1,5bi em 1945-69 as operações seguintes (chefe de fila): *Bankers International* (Lehman Bros.), *Japan Development Bank* (First Boston Corporation), *Republic of Portugal* de 1967 (Banque de Paris et des Pays Bas) e ENEL, de 1970 em «ital-dólares» (*Banca Commerciale Italiana*). Referem-se “financiamentos para mutuários na Austria, Alemanha, Itália, Japão, Noruega, Portugal, África do Sul e Venezuela”. Governos propriamente ditos são, além do nosso, e (salvo os casos especiais da Rodésia e Congo Belga, hoje independentes) do sulafricano (para a qual já obteve quase \$400M desde 1955, fez dois empréstimos em 1958 e conseguiu junto de bancos de Nova York um acordo de crédito renovável do tipo «stand-by» na importância de \$40M, que não foi utilizado). Quanto à Noruega, não é considerada cliente, por a operação se não integrar num esquema de relações mais vasto. Dentro da ideia de financiar países da periferia europeia, concedeu um empréstimo bancário à Grécia. Também se referem as operações em que DR financiou entidades públicas americanas dentro do esquema geralmente adoptado nesse país para os grandes trabalhos públicos, em especial as auto-estradas, que consiste em, sempre que possível preferir impostos ou empréstimos públicos emitidos pelo Estado às portagens - constituindo-se uma empresa pública encarregada de administrar os fundos. O volume destes financiamentos foi superior a \$2bi a que crescem \$3bi de operações de consultor financeiro. No campo de financiamento de empresas, DR geriu mais de \$9bi desde 1945 com 22 operações acima de cem milhões, e doze acima de duzentos, sendo as quatro mais importantes Texas Eastern Transmission, Reynolds Metals, C. I. T. Financial Corporation e Trans World Airlines.

É bastante difícil conhecer os lugares relativos dos 150 bancos de investimento de NYC, sobretudo dos vinte mais conhecidos. As casas são muito ciosas da sua posição e como tal discordam dos critérios estatísticos que as colocam em lugar inferior àquele que pensam merecer. Na verdade, há muito de válido nessas dúvidas acerca dos critérios usuais de ganhos, número de emissões, etc. Não se pode pensar que o facto de certo banco estar relativamente afastado da cabeça em matéria de lucros revele má gestão, ou menor peso em Wall Street. Parece denotar menos agressividade mas na verdade as casas que procuram um lugar cimeiro têm uma política agressiva de tomadas firmes e de distribuição de dividendos. Em suma, DR não procurava tanto o volume de negócios quanto assegurar a qualidade do cliente e consequente êxito da emissão.

Por isso os responsáveis da firma referiam o escalonamento numa *special bracket* de tomadores que, a aceitarem uma emissão comum, vêm por ordem alfabética, felicitando-se de vir primeiro, seguidos de First Boston Corporation; Kuhn, Loeb e Morgan, Stanley. O grupo de dez tomadores *majors* incluía White, Weld; Smith, Barney; Glore, Forgan, Wm R. Staats.; Merrill, Lynch, Pierce, Fenner & Smith; Paine, Webber, Jackson & Curtis; Goldman, Sachs; Lehman Brothers; Loeb, Rhoades; Drexel, Harriman Ripley. Muitos desses nomes desapareceram, bastando recordar que Smith, Barney (e Salomon Brothers) passaram para Citi em 1997.

A classificação compara-se à do *Investment Banker-Broker Almanac* de 1969 baseada no montante emitido no ano anterior. Das vinte firmas mais activas em matéria de tomadas firme, apenas Halsey Stuart ficou fora de NYC depois da fusão de Dean Witter com Paine, Webber (adquirida por UBS em 2000). Serve de critério de classificação o montante das emissões, o seu número e o das emissões dirigidas pela firma, sendo que os lucros líquidos declinaram ao ponto de se pensar que um Broker-Dealer Insurance Corporation protegeria o investidor como a FDIC protege o depositante (DEP, notas 333b p. 196 e 340 p. 204).

A maior parte dos tomadores internos também tomaram empréstimos da República, embora as posições relativas estejam muito alteradas. Na *special bracket* vê-se a First Boston, tomadora de dois dos nossos empréstimos, em primeiro lugar quanto ao montante de

emissões e à importância negociada (\$2bi) mas já se encontra em 23º lugar quanto a lucros (\$33M, tendo 3M de «falhas de 30 dias ou mais», isto é incapacidade em completar as transacções). Morgan Stanley, que nunca tomou qualquer dos nossos empréstimos por ser norma da casa nunca aparecer em segundo lugar, coloca-se em 5º quanto a montante de emissões, notando-se aí que o número de operações geridas (20) é quase igual ao total (27) e a diferença é apenas de \$400M (comparando com Merrill, Lynch, a que teve maior lucro em 1968, vê-se 76 para 34 com uma diferença de quase \$2bi). Em matéria de lucros vem em 127º lugar com \$7,5m e 235 mil de falhas (Merrill, Lynch tem \$254M de lucros e 5 de falhas). Kuhn, Loeb com um montante muito semelhante ao de DR denota também elevada percentagem entre emissões geridas e o total tomado (16 para 18 com uma diferença de \$36M) e coloca-se em 90º lugar quanto a lucros, com \$10M (e apenas \$292 mil de falhas).

DR é o último dos quatro quanto a montante de emissões e lucros (nestes está em 138º lugar com \$6,7bi) mas nota-se a diferença na gestão: o número de empréstimos geridos é igual ao número total, o que é raríssimo. Também as falhas são das mais reduzidas: \$9800. Além desta, só casas pequenas de muito menor renome mostram não ter falhas. O rácio entre número e montante das emissões é o mais elevado dos vinte primeiros bancos. DR tem alguns tomadores no seu círculo de actividade: tomaram, pelo menos uma vez, empréstimos portugueses 36% dos 150 bancos de NYC mais lucrativos em 1968. Dos vinte referidos acima podem apontar-se quinze como nossos tomadores, sendo certo que nem todos se interessam igualmente pelo estrangeiro (assim Salomon Brothers, que se iniciou em 1969).

No mercado internacional de capitais, a fluidez não se põe nos mesmos termos do que nos mercados internos, sobretudo tratando-se de soberanos perante os quais a firma credora tem métodos de trabalho diferentes de entidades que só financiem empresas privadas. São sempre de ponderar circunstâncias de ordem política geral, não só do Estado interessado como do seu representante para o efeito, em especial do governo. Não se estranha pois que, no encetar negociações com esta ou aquela firma, entrem considerações pessoais dos responsáveis pela direcção tanto do Estado potencial cliente como do banco financiador.

Assim, as motivações concretas do governo ao escolher DR podem nada ter a ver com outros seus clientes, mas tudo leva a crer que funcionários autorizados tenham tomado a iniciativa de propôr operações em certas condições antes de Portugal tomar DR como seu consultor financeiro no ano de 1961. Aliás, antes de entabular negociações com os bancos americanos, DR efectuou, em conjunto com economistas portugueses, um estudo sobre as condições de estabilidade financeira, chave da solvabilidade necessária para aceder ao mercado internacional. Esse estudo viria a ser revisto e actualizado nos «prospectos» das emissões internacionais de 1965, 1966 e mesmo de 1967.

Em 1962, DR reunira representantes de doze dos bancos mais célebres e activos de NYC, discutindo com eles as condições do futuro empréstimo. Sabe-se que três não as consideraram satisfatórias e abandonaram o negócio mas não deve daí inferir-se que o empréstimo de 1962 fugiu às condições do mercado, apenas que eles acharam excessiva a comissão cobrada por DR. Uma vez aprovada essa primeira operação, estava assegurada a presença portuguesa no mercado internacional, e por isso se renovou sem dificuldade no ano seguinte o mesmo empréstimo, tendo-se dilatado os prazos de vencimento. Também em 1966 e 1967 se contraíram empréstimos com esse consórcio, não tendo o governo português desejado renová-los quando, em Dezembro de 1968, DR ofereceu uma taxa inferior à «prime rate», o que era raríssimo num empréstimo internacional.

Os passos que permitiram restabelecer o crédito português no mercado internacional padrão aplicam ao empréstimo publicamente emitido que DR lançou em 1965 na Bolsa de Nova York. Em 1966, chefiou o sindicato de bancos americanos e europeus que tomaram firme o empréstimo do Luxemburgo e no ano seguinte foi ainda co-chefe de fila, embora em posição minoritária. O abrandamento da dívida externa em 1968 não deu novas ocasiões de intervir, embora se saiba que participou num dos grupos interessados no projecto de Cabora-Bassa.

2.1.3. Baring Brothers e o sindicato da euro-emissão londrina (DEP p. 269-286)

A notável permanência das relações financeiras entre Portugal e a casa Baring foi certamente invocada pelo governo para explicar o aparente paradoxo da condução da euro-emissão londrina a concorrentes como DR. Segundo Ralph W. Hidy, *The House of Baring in American Trade and Finance - English Merchant Bankers at Work 1763-1861*, Harvard University Press, 1949, Johann Baring partiu em 1717 da sua cidade natal de Bremen, Alemanha, para a vila industrial inglesa de Exeter, tendo entrado como aprendiz numa manufatura de lã. Cedo ascendeu a sócio e se dedicou a importação e exportação, não só com a Alemanha mas também com a Holanda e Península Ibérica (importava de Portugal vinho e peixe seco). Seus filhos fundaram, ao lado da casa de Exeter, uma filial em Londres, John & Francis Baring & Co., em 1763. Note-se que, embora desde cedo os Baring se tivessem especializado em financiamento do comércio externo, comissões de importação e exportação e banco de investimento, continuaram muito tempo a usar a designação de «mercadores». Foi o segundo filho de Johann, Francis, quem deu à casa Baring de Londres o impulso decisivo. Em 1784 é nomeado consultor comercial do governo, sendo amigo pessoal de William Pitt. Nobilitado em 1793, muda a denominação para Sir Francis Baring & Co em 1800.

Se as relações comerciais haviam começado pouco depois da chegada de Johann, as relações financeiras com a Coroa portuguesa, logicamente decorrentes da constância daquelas, foram iniciadas, por iniciativa portuguesa, em 1793. Nesse ano um dos Stephens Brothers negociantes em Lisboa, em deslocação a Londres, é encarregado pela Coroa de aí negociar com Sir Francis um empréstimo no valor de £1,2M garantido por igual valor em brilhantes do Brasil, pela consignação da receita do imposto sobre o rapé e, no caso de estas garantias não serem válidas, pela promessa de «hipoteca» sobre Moçambique. Sir Francis, interessado no negócio, dirigiu-se ao seu amigo Pitt a pedir a necessária autorização, que lhe foi recusada por manifesta inconveniência para o país. O empréstimo só viria a ser efectuado em 1802, quando da acalmia internacional motivada pela paz de Amiens que os meios financeiros ingleses, parece, consideraram potencialmente estável. Segundo Hidy, cit., o empréstimo foi reduzido para £0,7M. Jèze, *La Technique du Crédit Public*, 1925, p. 396 refere um empréstimo britânico a Portugal em 21 de Abril de 1809 no montante de £0,6M. Não deve ser o mesmo mas antes o empréstimo intergovernamental referido por Sandro Sideri, *Trade and Power, Informal Colonialism in Anglo-Portuguese Relations*, Roterdão, 1970, p. 176 nota (85). BB cedeu à Fundação Calouste Gulbenkian o recibo do pagamento da 1ª prestação desse empréstimo. Entre outros documentos de interesse, esteve exposto na Canning House, 2 Belgrave Square. Em Dezembro de 1803 o príncipe regente pediu às casas Baring e Hope & Co. de Amsterdam que lhes concedessem novo empréstimo. Embora o governo inglês tivesse autorizado, as condições eram desfavoráveis e o negócio não se realizou. Desde o início Baring e Hope estavam ligadas convencionalmente. Em 1794, Pierre César Labouchère, amigo de Sir Francis, foi expulso de França por Talleyrand e, refugiado na Holanda, tornou-se sócio da Casa Hope, vindo depois a casar com a filha de Sir Francis (relações Hope-Portugal em DEP, p. 258).

Em 1804 a firma toma o nome que iria manter e o seu crescimento desenvolve-se pelo século XIX, tendo sido nomeados agentes financeiros da Coroa em Londres em 1846, tendo em conta a ajuda concedida à causa liberal durante a guerra civil. Em 1888 os Baring, entusiasmados pelas perspectivas que lhes ofereciam certos investimentos na América do Sul compraram uma emissão inteira de obrigações do governo argentino apesar das dificuldades que já se faziam sentir no mercado monetário de Londres. Nessa altura, a tomada firme representava um risco bem maior porquanto não se assegurava a colocação dos títulos antes de os comprar. Ora justamente a situação piorou e os Baring não só não puderam colocar os títulos como ainda se viram incapazes de honrar os seus compromissos por falta de liquidez.

Como ocorreu no caso da Morgan em relação à Guaranty Trust (DEP, p. 214), bancos amigos concederam adiantamentos para evitar uma falência que a todos prejudica. Entre estas destacou-se a N. M. Rothschild, com que os Baring trabalhavam há muito. Em 24 de Novembro de 1890, a firma transformou-se numa sociedade anónima mas a crise, que ficou a ser

conhecida por «crise Baring», alastrou durante alguns anos na finança internacional, de tal modo que só em 1903 se apresentaram de novo no mercado em operações desse tipo.

Sideri, cit., 164 e nota 110 considera (como Young, *Portugal Old and Young*, 1917) de 25 % o custo dos empréstimos de £60M que foram posteriormente contraídos por Portugal, levando à convenção de 1902. Baring ficou a ser o agente pagador para os títulos resultantes dessa convenção e por isso a Junta do Crédito Público mantém lá conta desde essa altura, para facilitar o pagamento dos juros e amortizações. A partir da implantação da República até 1925 não houve qualquer relação conhecida. Nessa altura, foi-lhe solicitado pelo governo português um empréstimo, que não foi por diante por discordância de Salazar, após a Revolução de 28 de Maio. Logo a seguir à guerra, com a abertura de conta depósitos à ordem por parte do Tesouro português encetam-se novas relações.

A vocação internacional da casa Baring, evidenciada ao longo da sua história, afirmou-se também no euro-mercado. Isto apesar da circunstância de, depois da guerra, Londres se ter visto impedida de servir, como servira, para financiar outros países. Os únicos empréstimos em libras emitidos desde então foram-no em condições muito especiais. Em 1946, na verdade, emitiram-se obrigações em esterlino para a Noruega, destinadas a substituir navios destruídos pela invasão, comprando-os ao Reino Unido. Do mesmo modo foi feito um empréstimo de £2M à Islândia, que pertencia à área do esterlino. Em Agosto de 1963 o Governo japonês foi autorizado a emitir £5M (a 25 anos, com cupão de 6% e preço de oferta 96%) para pagamento de dívidas anteriores (embora o montante emitido tivesse sido ligeiramente superior ao montante em dívida). Esta operação foi confiada à Westminster Bank, tendo como chefes de fila, entre outras, as três casas do nosso sindicato de garantia. Antes da euroemissão portuguesa, esta é a única na qual Baring participa em posição de chefia.

Dentro das emissões feitas no mercado interno inglês, importa ainda referir duas, co-geridas por Baring: as obrigações 5^{1/2}% 1979/84 no montante de £3M para o Banco Inter-americano de Desenvolvimento, anunciadas em Setembro de 1964 e, em Junho de 1969, a emissão de £16M (com opção em florins) convertíveis a 5^{3/4}% 1981/94 para Philips Finance. Foi ainda chefe de fila nas emissões portuguesa e de Security and Prosperity Fund (quanto às outras os chefes de fila foram: Kidder, Peabody para Nova Zelândia; Kuhn Loeb para Burmah Oil; Banque de Bruxelles para Watney Mann; Dresdner Bank para Redland), e co-geriu mais sete, estranhou não ter sido convidado por DR. Ao invés, Rothschild e Schroder acompanharam BB nos nossos empréstimos de 1966 e 1967, e continuam activos no mercado português. Segundo Bertrand Gille, *Histoire de la Maison Rothschild*, I (até 1848), Droz, Genebra, 1965, p. 36, a casa Rothschild de Londres remonta a 1798, ano em que Nathan Rothschild, fugido de França, chega com £20mil, embora a firma só tivesse sido fundada em 1804. As suas relações com os Estados Unidos revelaram-se desde logo prometedoras e assim em 1835 um membro da família é nomeado consultor do Ministério das Finanças americano. Associados com BB, N. M. Rothschild participou no financiamento do canal do lago Érié, 1ª operação a que se dedicou a Bank of Commerce, antecessora da actual J. P. Morgan & Co (Conde Caesar Corti, *The Rise of the House of Rothschild 1770-1830*, NY, 1928 e Hidy, cit. 488). Durante o século passado foi muito activo nas transacções em títulos americanos e foi o primeiro banco europeu no Brasil (Hidy, p. 500; que aborda as relações com BB p. 85 e ainda 79, 170, 183, 239, 276 onde refere a ajuda em 1890).

No fim do século lançou-se numa operação de \$4M em Notas do Tesouro para o México que, por transformação de governo, tiveram de ser convertidas nas obrigações 6% de 1887, com a ajuda da casa americana então muito activa, George Peabody (segundo DEP, nota 511, que remete para encontros em BB, nota 497, transformou-se em Kidder, Peabody, que seria absorvida pela General Electric em 1986; porém não consegui confirmar a ligação, antes pelo contrário). Desde o início do euro-mercado este banco demonstrou notável dinamismo e assim, gerindo 10 emissões, classificou-se em 9º lugar em 1968, com \$354M e em 5º lugar no difícil ano de 1969 com \$397,5M e 13 emissões (segundo White, Weld). As suas relações com a Banque Rothschild, de Paris, limitam-se a alguns membros da família serem administradores

comuns. Internacionalmente diz-se que trabalha com a Morgan Cie International.

A família Schröder, de origem alemã, também veio para Inglaterra nos finais do século XVIII, fundando em 1804 a casa J. Henry Schroder & Co que em 1959 adquiriu a maioria do capital de Herbert Wagg Holding, com o qual se fundiu em 1962, tendo voltado ao nome anterior em 1995. Gigante do mercado interno com o grupo Hill Samuel, internacionalmente trabalhou com First Boston. A holding Schroder, cujas acções estão cotadas na Bolsa de Londres, possuía 100% do capital da J. H. Schroder Banking Corporation de Nova York, que fez parte do consórcio bancário de 1962. A família Schröder continua com membros na Alemanha, mas o banco que esse ramo possui em Frankfurt não tem ligações financeiras com o ramo inglês (Richard Roberts, *Schroders, Merchants & Bankers*, Macmillan, 1992). Em 2000, vendeu as operações bancárias a Citi e concentrou-se na gestão de activos.

Esclarecida a história, pode motivar-se a escolha de BB para dirigir o sindicato, recorrendo a *Fortune*, Maio 1966, 145 e ao Relatório do Banco de Pagamentos Internacionais de 1963-64, p. 55. O IET tentou a estancar a crescente saída de dólares. Deixou de fora empréstimos estrangeiros a curto prazo por parte dos bancos americanos mas atingiu a compra de títulos estrangeiros a longo prazo com cerca de 1%, desmantelando o negócio dos tomadores de NYC. Essa perda mostrou ser o ganho de Londres, quando firmas como Hambros Bank, N. M. Rothschild & Sons, e S. G. Warburg (que tomaram empréstimos da República) lançaram novas emissões para *Autostrade* (empresa pública italiana de construção de autoestradas), Áustria, Cidade de Copenhaga e muitos mutuários japoneses. Embora negociadas em Londres, muitas delas eram denominadas em dólares. A compra proveio primariamente do Continente e parte substancial pela via da Suíça. O sucesso das emissões excitou os espíritos dos tomadores britânicos e estimulou o apetite dos seus competidores americanos. As emissões de Londres demonstraram que, mesmo sem compradores americanos, existia um mercado substancial para esses títulos internacionais.

A resposta rápida dos banqueiros não é para admirar. A city de Londres foi durante mais de um século o centro financeiro do mundo e só as tremendas dificuldades que seguiram a II Guerra Mundial a destituíram em proveito dos Estados Unidos, a abarrotar em ouro. Com as dificuldades americanas a importância de Londres, então isolado da Europa dos Seis, reapareceu, sendo o centro do mercado (monetário) das euro-divisas. Logo em 1962, no jantar anual oferecido pelo Mayor aos banqueiros da City, Lord Cromer, Governador do Banco de Inglaterra falou do negócio de «entrepósito de capital» que a City, com vantagem para todos, poderia vir a desempenhar de novo (Paul Einzig, *Foreign Dollar Loans in Europe*, Macmillan, 1965, p. 42; sobre o papel de Londres antes da guerra, id., 25 e segs). Quando NYC abandonou as suas pretensões a único centro financeiro internacional, esse projecto pôde tornar-se realidade sem afectar demasiadamente as periclitantes reservas britânicas graças à técnica das emissões em moeda diferente da corrente no local de emissão, a euro-emissão, que não agravava a balança de pagamentos e permitia um uso remunerado para as disponibilidades continentais em dólares.

Mas o cuidadoso trabalho de preparação do mercado para a emissão pública que iria repor a República como devedor seguro foi interrompido pela emissão, em Londres, de obrigações em dólares, levada a cabo por um sindicato em que se nota a ausência de qualquer firma americana, nomeadamente do consultor financeiro dos anos 1920. O facto de, no mercado secundário, a emissão ter estado mais cotada do que a emissão de DR efectuada no ano seguinte em Nova York não dispensa que se diga alguma coisa sobre o processo que levou a quebrar a lógica da nossa entrada no mercado. Banqueiros portugueses salientam as relações do Reino Unido com a EFTA no ano de 1964. Os primeiros meses foram marcados por um crescimento, que se considerou demasiado rápido, da actividade económica, iniciado aliás na recuperação da primavera de 1963. Dentro dos cânones da política de *stop-go* (Paul Einzig, *Foreign Exchange Crises*, 1967, 136 e segs.; Russel J. Clark, do National Westminster Bank, “Economic policy and growth in Britain”, comunicação apresentada em 7 de Julho de 1969 no Symposium sobre política monetária organizado pelo Banco Português do Atlântico; F. Collin,

«Stop-go», no *Bulletin Hebdomadaire de la Kredietbank*, 20-6-69; «Is Stop go Inevitable?» *National Westminster Bank Quarterly Review*, Novembro 1969), tomaram-se medidas restritivas que se revelaram, como habitualmente, demasiadas e/ou desfasadas, porque, uma vez limitado o crescimento da produção industrial, se não tiveram em conta os consideráveis aumentos de salários entretanto concedidos - por causa da complacência do partido trabalhista segundo Paul Einzig, *Foreign Exchange Crises*, Macmillan, 1968, p. 139.

Ora esses aumentos alimentam uma procura que só pode ser satisfeita pelo acréscimo substancial do valor das importações, com consequências nefastas para a balança de pagamentos e para as reservas britânicas, estas ainda mal recompostas da drenagem de 1961. Por isso tentou-se atrair capitais, sobretudo a curto prazo (*hot money*) subindo a taxa de desconto do Banco de Inglaterra de 4 para 5% em Fevereiro e de 5 para 7% em Novembro. Por outro lado criou-se uma taxa de 15% sobre as importações, contra a letra do tratado da EFTA, cujos membros não foram isentos, provocando protestos unânimes. Como lembra o BPI (Relatório 1968-69, p. 70), o mercado das obrigações internacionais expressas em certa moeda desempenha papel marginal em relação ao mercado nacional. Ainda assim, pode recriar-se que, tendo em conta a incerteza em relação à origem dos fundos, a taxa de câmbio dólar-esterlino seja afectada por uma súbita procura de dólares, para financiar uma emissão em dólares, dada a política do Banco central de suportar oficialmente essa importante taxa no mercado a prazo (no sistema inglês através do mecanismo do *Exchange Equalization Account*, descrito por R.S. Sayers, *Modern Banking*, 7nd Ed., Clarendon, 1967, p. 144). Porém, isso só sobrevaloriza o esterlino nesse mercado, no caso de se esquecer que a fraqueza presente (*spot*) da moeda britânica torna vantajoso trocá-la (*swap*) por dólares, aumentando assim a procura de euro-dólares.

A crise de 1964, dita *sterling scare* (descrita por Paul Einzig, *The Euro-Dollar System*, 2ª ed., Macmillan, 1965, p. 101), foi motivada pela influência da procura especulativa continental de eurodólares (que fez subir as taxas destes, dada a sua conhecida maleabilidade) que, por defesa, fez subir a taxa do esterlino entre bancos centrais e, finalmente, a própria taxa de juro interna britânica. O mesmo autor escreve em *Foreign Exchange Crises*, Macmillan, 1968, p. 15 «even measures adopted in defense of the exchange - such as an increase of the Bank rate, for instance - are interpreted as panic-measures or as the Government's last throw before submitting to the inevitable necessity to devalue». Outro exemplo é o da mal-fadada subida da taxa de redesconto do Banco de França em Novembro de 1968. É cada vez menos frequente acreditar na eficácia do aumento da taxa de desconto em condições de dificuldade, quando se trata de uma manobra psicológica.

De qualquer modo, se não fosse comprada por residentes, pouca ou nenhuma influencia teria uma emissão pública em dólares. Em Maio de 1963 o mercado de Londres foi aberto aos membros da EFTA em igualdade de condições com os países da Commonwealth (Martin Barrett, *Federal Reserve Bank of New York Monthly Review*, Agosto de 1968, p. 170). Este gesto generoso mas insustentável iria durar dezoito meses, sem aliás ser aproveitado. O governo britânico foi tomando consciência da gravidade da situação da balança de pagamentos e por isso recusou os pedidos de acesso nos termos da autorização previamente concedida.

Portugal, porém, decidiu aproveitar-se da vantagem que a pertença à EFTA lhe concedia e recorrer à praça em que tradicionalmente negociava os seus empréstimos. Já escorado com o êxito de um empréstimo bancário renovado poderia tentar a emissão pública no próprio lugar onde antes fôra notória a sua incapacidade financeira. Daí que um representante do MF se tivesse dirigido ao banqueiro tradicional da Coroa de quem o Tesouro era cliente desde 1945, para sondar as possibilidades de uma emissão em Londres. Naturalmente estava no espírito de ambos a modalidade então mais corrente, ao menos nos Estados Unidos, isto é o empréstimo em moeda do local de emissão. Essa possibilidade foi no entanto recusada pelo Governo britânico, por razões de balança de pagamentos.

Com o argumento de que, a ter havido a autorização, a especulação contra o esterlino teria impedido a colocação dos títulos, o sindicato pediu autorização para emitir em dólares.

Quer por rezear as consequências desse aparente insucesso (ou falta de autorização) como pretendem uns, quer por entender que era igual ou melhor dispor de dólares, caso o sindicato os arranjasse, como pretendem outros, BB obteve a desejada aprovação para o sindicato com que trabalhava. Ainda assim, falou-se de um apelo de emergência a Rothschild, bastante mais poderoso no mercado das euro-emissões, para constituir o sindicato, por não conseguir escoar os títulos por si. Embora, nos termos da prática internacional, se possa sondar o mercado antes de tomar firme, é pouco provável que isso tenha acontecido entre duas casas tão próximas. De qualquer modo, até porque poucos bancos tinham prática no negócio, o sindicato inclui seis nacionalidades no grupo de venda dos títulos.

Fiéis às emissões portuguesas, quase todos estes bancos viriam a ter uma existência atribulada: Crédit Lyonnais (a pedido do governo, recorde-se que viria a falir em 1993 e ser recomprado por Crédit Agricole dez anos depois), Nederlandsche Handel-Maatschappij (depois Algemene Bank Nederland, passando a ABN AMRO em 2009), Société Belge de Banque (depois Société Générale de Banque, ver p. 8 acima), Stockholms Enskilda Bank (SEB desde 1972). A presença do 6º, Crédit Suisse, pode considerar-se notável êxito para o sindicato de chefia, tendo em conta as restrições drásticas então impostas pelo banco central suíço relativamente à tomada firme de euro-emissões. Apesar de certa liberalização, ocorrida a partir de 1966, os bancos suíços - com especial realce para o Crédit Suisse (Bahamas) - só em 1969 conseguiram intervir activamente na tomada firme e chefia de euro-emissões, através de sucursais «off-shore». Isto não obsta a que seja através da Suíça que se escoam a maior parte dos títulos: D. Williams, "Foreign Currency Issues in the European Securities Markets," *IMF Staff Papers*, Setembro 1966, p. 77, considera esta emissão como "taken directly by the Swiss banks...". DEP, pp. 241-268, insiste na importância desses bancos na finança internacional europeia mostrando que a escolha foi hábil. A desorientação que a IET causara em Wall Street explica a ausência de casas americanas.

Importa referir que só 15 dos \$20M foram colocados pelo sindicato, já que a Fundação Calouste Gulbenkian comprou privadamente \$5M ao preço de oferta, comprometendo-se a não os revender antes de decorridos seis meses, isto para não deprimir as cotações no momento imediatamente posterior à emissão. Ainda que no rigor dos princípios a dívida à Fundação não seja externa, os títulos ao portador podem sempre ser vendidos. A experiência diz que tal não é habitual nas instituições que aceitam títulos privadamente colocados, podendo até haver, para além do compromisso de não vender feito a BB, um «gentlemen's agreement» com o Estado no sentido de manter os títulos até ao vencimento. Aliás, os próprios capitais evadidos de Portugal são aplicados em títulos portugueses, o que, como se viu, contribui para «nacionalizar» a dívida externa.

O interesse recíproco entre BB e governo aumentou na sequência da colocação privada de \$10M feita pelo mesmo sindicato para os Telefones de Lisboa e Porto em Março de 1968 e de dois empréstimos com aval de Estado à Companhia Mineira do Lobito, num total de \$12,5M (a 6^{3/4}% e 7^{1/4}%). A conta do Tesouro passa de 250 mil contos em princípios de 1968 para 1879mc, e abre-se uma conta depósito a prazo que tem 87mc no fim do ano; em Novembro de 1969 essas contas atingem, respectivamente, 1900 e 86mc. BB também teria clientes interessados em investir em Portugal, como se verifica a seguir (DEP, p. 282).

2.2. Arquivo ignorado de história bancária exemplar

Muito antes de a moda da história empresarial ter chegado às nossas escolas de economia, já o João, formado em histórico-filosóficas na Faculdade de Letras da Universidade de Lisboa, neto de ministro e governador que adorou a Praia das Maças muito antes de mim, alargara um interesse precoce pela história familiar à de seis empresas, entre as quais cinco instituições bancárias existentes (e suas antecessoras), começando por comemorar o 125º aniversário da que Salazar escolheu²⁰. Entre várias outras, destaco um inédito de 1992,

²⁰ *História do Banco Totta-Alliança 1843-1968, 1968 antes de O Banco Lisboa & Açores 1875-1969, 1972.*

História da União de Bancos Portugueses, referente ao sucessor de FS&V²¹, além dos artigos, já citados, sobre banca publicados na imprensa reunidos em livros e comunicações à Academia Portuguesa de História apresentadas na já citada publicação patrocinada pelo Banco de Portugal por ocasião do seu 150º aniversário²². O estimado amigo e querido afim escreveu muitos outros livros de história com títulos provocativos, mas este, inédito durante longos anos, acaba por ser o único em que o título junta um apelido sonoro à condição perene do interesse nacional, que é o crédito externo ou reputação do soberano – condição necessária mas não suficiente da “liberdade financeira” dos residentes.

Percebe-se pelo contexto que se trata de tarefa específica do Ministro das Finanças nomeado em Abril de 1928, conforme publicação bem conhecida *Dois anos no Ministério das Finanças 1928-30*, cujo título mais neutro parece querer esconder termos como “reorganização financeira” ou “saneamento”²³.

Como disse, a base documental única que proporciona foi usada nos seus livros sobre o banco sucessor e o avô governador. Neste encontra-se o capítulo XI já citado sobre a alternativa ao empréstimo da SdN (pp. 101-110). Aquele realça a circunstância de a instituição que recebeu do Ministro das Finanças mandato para negociar um empréstimo externo na sequência da recusa das condições impostas pela SdN em 9 de Março de 1928 haver sido comprada em 1920 por dois irmãos educados em Inglaterra, Álvaro Pedro e Mário Luiz de Souza, quicá gorando os planos dos manos Ulrich...²⁴.

²¹ BF&B, cit.; *História do Banco Pinto e Sotto Mayor 1914-1989*, 1989; *História da Tabaqueira*, 1995; UBP, cit. (incluindo *História do Banco da Agricultura 1918-1977*; *História do Banco de Angola 1926-1977*; *História do Banco Pinto de Magalhães 1952-1977*), s.d.

²² Ver notas 4, 5, 10 e 11.

²³ Datadas de Abril de 1930, as “Duas palavras a servir de prefácio” terminam sugerindo que o livro “deveria mesmo intitular-se: ELOGIO DO PATRIOTISMO DO POVO PORTUGUÊS” (maiúsculas no original). Com 560 páginas, organizado em 60 capítulos (distribuídos por 7 partes e um apêndice), o volume é citado p. 81 (sendo elencados por ordem cronológica 17 capítulos referentes a medidas tomadas em 1928), p. 149 (sendo elencadas e numeradas 26 medidas de 1929) e p. 152. Nesta repete-se a rubrica 15 da lista (corresponde ao capítulo V da parte II) que contém o *Relatório do orçamento para 1929-1930*, decreto nº 17047 de 29 de Junho de 1929, intitulado “A consolidação do equilíbrio orçamental, o saneamento financeiro e as bases da reorganização económica”, para salientar que “o período mórbido das finanças portuguesas terá definitivamente passado” depois da “estabilização legal da moeda e a regularização da dívida do Estado”, como se detalha também em *Camacho*, cit. p. 110. Note-se ainda que, a despeito do título ser *A reorganização financeira*, o relatório fala de “saneamento financeiro” e “bases da reorganização económica”. Como o livro não existisse na BAN (hoje TASSL), soube que havia dois exemplares em Lisboa, no espólio de meu pai na Faculdade de Letras e numa das bibliotecas da Faculdade de Ciências Sociais e Humanas, onde Hermínia Martins fez o seu mestrado. De lá veio, pasme-se, uma cópia dedicada “Ao Doutor F. Emídio da Silva, of.” com a assinatura que se encontra nos documentos reproduzidos em *Camacho*, p. 303 (um elenco de dados para a Citi que curiosamente não é citado em lado algum) e p. 324 (uma carta pessoal de agradecimento ao governador, citada na p. 126 nota 88).

²⁴ O livro comemorativo do 125º aniversário do BF&B, com o qual abrimos esta subsecção, é citado na nota 8, remetendo as notas 311 e 315 para cartas de Salazar reproduzidas nas pp. 99 e 100 do mesmo. Também aí é várias vezes citado Fernando Emídio, prefaciador do livro de 1968 que conhecia bem os sócios originais da FS&V e sugere que, depois da morte de Izidoro Vianna (que “tornou possível o Convénio de 1902 que desafiou Portugal perante o crédito externo”, p. 37) e antes da chegada dos Souza, havia “um sinal de cansaço” (p. 45), ausente da Rua do Comércio. Por seu lado, João nota que os dois filhos do segundo casamento de João Pedro de Souza “no alvorecer das suas carreiras não participaram dos alvoroços, das lutas e dos embates do pai e sobretudo do avô para ascender na escala social, mas simplesmente associaram-se á sua sensata inquietação de que é preciso trabalhar sempre, sempre muito mais para poder conservar e fazer prosperar a herança da família.” Fica-se a saber que terão frequentado a escola de comércio da recém-fundada universidade de Liverpool (p. 50-51) e que o mais velho cursou engenharia ao mesmo tempo que o heterónimo Álvaro de Campos o fazia em Glasgow. O mais novo e criativo, eleito director-geral do Banco FS&V, morreu aos 61 anos de idade (p.

As negociações deviam durar 60 dias mas, logo a 18 de Julho, foram prolongadas até 30 de Setembro (pp. 13-14). Afinal iriam terminar em 2 de Fevereiro de 1929 sem que tivesse sido possível chegar a acordo com os bancos escolhidos para substituir *Lazard Brothers*²⁵, a saber *Citi*²⁶ e a dupla DR/BB²⁷. Confirma-se assim que o fracasso não impediu que se completasse o saneamento financeiro nem que se adiantasse a estabilização cambial que permitiria restaurar a convertibilidade-ouro em Julho de 1931 - embora, poucos meses depois, a própria libra esterlina abandonasse o padrão-ouro, logo seguida pelo escudo. Talvez por causa da boa articulação entre o Ministro das Finanças e Mário Luiz de Souza, que o aconselhava no processo, o seu irmão, presidente de FS&V, já era vice-governador do Banco de Portugal.

Ressalta ainda que os bancos estrangeiros não foram capazes de superar a necessidade de autorização da SdN nem a necessidade de reconstituir do monopólio dos fósforos, ambas condições pré-existentes da parte do emitente. Deduz-se dos documentos que BB, uma vez selecionado, mostrou relutância em trabalhar o mercado de Londres, deixando os americanos de *Citi* e DR, ainda presos à experiência da França com Poincaré, sem capacidade para tomar firme o montante necessário, que baixou de £12M para 8²⁸. Essa incapacidade deixaria o governo sem almofada para combinar a estabilização cambial com as obras de fomento? Parece que não mas os banqueiros estrangeiros foram os últimos a saber!

Ao ler esta fascinante narrativa, convenci-me de que, ainda antes da chegada da BB (os quais, ao contrário dos americanos, permaneceram anónimos na correspondência com FS&V), houve má vontade da parte do representante do *Citi* em Paris. Talvez desse mais ouvidos do que os seus chefes americanos á “Liga dos emigrantes” que queria torpedear o empréstimo da SdN, tendo chegado a fazer-se eco das críticas do lente de Coimbra a Sinel de Cordes. Refiro adiante um trabalho, inserido na minha tese de doutoramento, onde cito uma fonte que recolhe documentos sobre cita *A Liga de Paris e a Ditadura Militar (1927-28) A Questão do Empréstimo Externo* (LPDM)²⁹. Nas pp. 5-180 estão as actas, doadas pelo filho de Afonso

94), levando ao relativo declínio do Banco (p. 98). O mais velho, nomeado vice-governador do Banco de Portugal após a celebração do contrato com o Estado em 1931, seria exonerado a seu pedido em 1960 (p. 102) morrendo aos 76. O mesmo Fernando Emídio enalteceu os seus dotes de negociador num elogio fúnebre publicado no *Diário de Notícias*, citado logo na nota 5.

²⁵ O documento 109 no Quadro 2 alude a este grupo, mais franco-americano do que parecia, ver nota 108, p. 59 e DEP, cit., p. 261 nota 446.

²⁶ Conforme se nota em Arola, cit., p. 179 a Finlândia conseguiu créditos de curto prazo do *Citi* e do *New York Trust Co.* em 1929.

²⁷ Na subsecção anterior referiu-se a origem e evolução subsequente de ambas as firmas incluindo a compra de DR por BB no ano em que BPI comprou BF&B.

²⁸ Ao contrário do esterlino que voltou a paridade-ouro em 1925, seguida pelas divisas escandinavas, a estabilização do franco teve lugar em meados de 1928 a uma taxa muito inferior, a que é por vezes atribuída o bom desempenho da França durante os governos de Poincaré embora a importância da política orçamental no sucesso da experiência tenha sido injustamente ignorada, como demonstram Barry Eichengreen e Charles Wyplosz em “Economic Consequences of the Franc Poincare”, *Economic Effects of the Government Budget*, organizado por Elhanan Helpman, Assaf Razin e Efraim Sadka, MIT Press, 1988, pp. 257-286. Por seu lado, João compara Salazar aos seus homólogos Winston Churchill e Henry Chéron (*Camacho*, cit., p. 106), tendo este último sido nomeado no último governo Poincaré, conforme NYT de 12 de Novembro: POINCARE FORMS HIS FIFTH CABINET, DEFYING RADICALS; The French Premier Gives Up Finance Portfolio, Leaving Him Free for Reparations. CHERON SUCCEEDS HIM IN IT New Ministry Recruited Mainly From Opponents Heretofore of American Debt Settlement. STORMY COURSE LIES AHEAD With Nationalist Right Dominant and Old Feuds With Left Resumed, Lively Sessions Loom in Chamber. Solution Causes Satisfaction. Andre Tardieu's New Post.

²⁹ *Portfolio Diversification and Currency Inconvertibility*, Universidade de Yale, 1979 publicada pela Nova, 1982, p. 81 nota 7 onde se remete para a longuíssima nota 7 (pp. 12-14) de “Portuguese Currency Experience” (separata do *Boletim da Faculdade de Direito de Coimbra*, 1979) citado acima nota 19 e abaixo nota 43. LPDM, nº 118 da série “Estudos e Documentos” das Publicações Europa-América, tem organização e notas de A. H. de Oliveira Marques (1933-2007). Até por terem sido difíceis de encontrar,

Costa; os manifestos e seus antecedentes; os manifestos individuais de membros da Liga, dos quais são de salientar as escritas em francês: duas exposições ao presidente do conselho da SdN, uma de 3 de Dezembro de 1927 assinada por Afonso Costa, Domingues dos Santos, António Sérgio e Jaime Cortesão pp. 89-97; outra de 20 de Fevereiro de 1928, assinado por Bernardino Machado; e uma terceira, sobre o alcance universal da luta pela liberdade em Portugal, com um anexo sobre as finanças da ditadura, datada de 5 de Outubro de 1928. Seguem-se nas pp. 181-278 43 relatos da imprensa, especialmente o *Diário de Notícias*, onde se destacam as referências à composição do comité financeiro (p. 184), da secção económica e financeira (p. 213, tendo destacado Alexander Loveday e Jacques Rueff na minha tese, nota 7, cit. p. 13), além de J. van Walré de Bordes, holandês, do Secretariado da secção (p. 214), seu chefe Arthur Salter (p. 215, aos quais se volta adiante, p. 23), Henry Strakosh da África do Sul (cuja carta a Inocêncio Camacho é reproduzida pelo autor, pp. 284-5); o relato da visita do Ministro das Colónias e Finanças ao Hotel Avenida Palace em 19 de Fevereiro de 1928 e da reunião de 21 a que assistiu também o Governador do Banco (p. 218-9) tendo-se seguido um almoço no Tavares; homenagens de várias delegações diplomáticas e uma visita ao Porto (LPDM, p. 222) e até manifestações de associações empresariais e de autarquias.

Para salientar esta dimensão pessoal, que a riqueza do Arquivo permite, cheguei a pensar sugerir um quinto título que juntasse um técnico de nome Richard Pictet (1887-1975), suíço casado em segundas núpcias com uma francesa, como símbolo daquele grupo variado de banqueiros, excluindo o citado amigo Travers: “Salazar, Souza, Pictet & Cia”. Nessa companhia poderiam estar incluídos o seu chefe G.K. Weeks³⁰ e o homólogo deste na *DR*, W.M.L. Fiske³¹, os quais foram recebidos pelo Ministro das Finanças (SSF, pp. 124-5). Pictet (que, segundo Salazar, “se mostrara satisfeito”, p. 79) consegue levantar dúvidas acerca da constitucionalidade do empréstimo ser aprovado pelo governo quando, não havendo parlamento em sessão, o Presidente da República eleito pudesse delegar essa competência no executivo (ibid.). A dúvida constitucional obrigou à visita de Mário de Figueiredo, perito em direito internacional da Universidade de Coimbra, à sede de *BB* (p. 103) assegurando-se de que a visita era curta: “Compreendemos a necessidade de tirar ao Dr. Figueiredo o menor tempo possível” (p. 52), o que o autor achou “muito inglês” (p. 104). A ironia já vem da p. 90 onde discorda da interpretação de Franco Nogueira segundo a qual Mário de Figueiredo foi encarregado de negociar um empréstimo e passou por Paris antes de ir a Londres a pedido de Citi³². A visita revelou-se inútil porque William Leese, a despeito dos argumentos jurídicos, receou a “atmosfera” (p. 110): jurista muito inglês, na verdade!

Saltou-me à vista esta interpretação do comportamento de Pictet, mas não a consigo provar³³. Em todo o caso, revejo-me inteiramente na importância que João dá à reputação

os documentos pp. 89-97 são sumariados no texto, que, tal como o índice, não prima pela ortografia, ex. Bahrng (Baring), Lozard (Lazard), Mildey, Mildmoy (Mildmay). Vem citado de nova na nota 35 abaixo.

³⁰ SAYS INVESTOR FAILS TO PROFIT BY HISTORY; G.K. Weeks, in London Address, Sees Little Attention Paid to Past Business Cycles. NYT 13 de Maio de 1931, p. 11.

³¹ W. M. L. Fiske, vice-presidente de *DR*, geriu o escritório de Paris desde 1924 e teve problemas com as autoridades fiscais. Morreu em New York em 5 de Outubro de 1940, no mesmo dia em que seu filho, piloto da *Royal Air Force*, foi mortalmente atingido. A coincidência deu lugar a uma notícia na p. 52 do NYT do dia seguinte intitulado: W.M.L. FISKE IS DEAD; IN BANKING FIRM HERE; Dillon, Read Partner Father of 'Billy,' Killed Flying for R.A.F.

³² Mais do que de *BB*: “entrava finalmente nesse debate o doutor Mário de Figueiredo não para negociar em segredo qualquer empréstimo externo..., mas simplesmente para proferir o seu parecer... sobre a questão da constitucionalidade do governo” (SSF, p. 90).

³³ O autor não cura das sensibilidades particulares de Pictet relativamente a franceses, britânicos e americanos, atribuindo a Salazar uma recusa do Plano Marshall (pp. 64, 84) e preferência pelo entesouramento em vez do fomento (pp. 80-84). Também louva o regresso da velha democracia (p. 153) mas usa (ironicamente?) o termo “Movimento das Forças Armadas” para o 28 de Maio em vez do

internacional, sabendo que ela foi reconhecida pelos soberanos ainda antes da bula *Manifestis probatum* mas esquecida neste século³⁴. Na primeira das oito cartas que Salazar envia a FS&V para esclarecimento destas dúvidas, encontra-se esta admirável formulação: “O país precisa, para ter confiança em si mesmo, que o estrangeiro a tenha nele” (p. 146).

Assim se compreende a vontade do Ministro dar a conhecer o “saneamento financeiro” operado junto da opinião internacional, o que explica a mensagem de Weeks em 15 de Outubro de 1929 (doc. nº r57, quadro 3) alude a “Since Versailles”, *Foreign Affairs*, Julho de 1929 ao referir “que o Sr. Poincaré colaborou com um artigo no último número, determinando de forma autorizada o ponto de vista francês sobre certas questões de interesse internacional” (p.148) e continua: “Penso que esta advertência do Chefe de redacção agradará ao Ministro das Finanças pois calculo que ele deseja preparar uma declaração positiva estabelecendo a política do Governo, os progressos realizados na realização desta política e os elementos financeiros e económicos de força detidos por Portugal na metrópole e nas suas importantes colónias”.

Quanto “ao artigo de Salazar para o *Foreign Affairs*, Weeks aconselhava para a tradução alguém qualificado” no documento nº 44. O vice presidente do *Citi* revela que Hamilton Fish Armstrong (1893-1973, redactor da revista durante meio século) mostrou interesse nesse mesmo artigo, sendo que “os artigos não podem ser controversos e devem ser aprovados pelo Conselho Editorial. Penso que esta advertência do Chefe de redacção quer significar o seu desejo em que nenhuma referência seja feita no artigo em questão a um artigo anterior elaborado por certa individualidade espanhola”³⁵. Também aparece na p. 121 uma comparação com Poincaré, a cujo conflito com o seu Ministro da Finanças alude Salazar, conforme citação do jornal *As Novidades* de 3 de Janeiro de 1928 que faz no texto: “Poincaré fez uma ditadura financeira com as câmaras abertas, á volta dum equilíbrio orçamental em que não deixa tocar, obtido com algumas economias e com um esforço fiscal que demonstra coragem no público e firmeza no ministro” (p. 223)³⁶.

Em *Camacho*, p. 106, o autor reitera o interesse na documentação agora divulgada: “Falar de Finanças Públicas não é certamente aliciante. A matéria não pode deixar de ser árida. Em todo o caso, talvez se salve o presente estudo por discorrer sobre o empréstimo externo e pela

25 de Abril (p. 5) e pergunta se Salazar de 1928 é o mesmo de 1968 (p. 92). A comparação mais relevante seria com 1961, como resulta da subsecção anterior.

³⁴ Assim, em *Portugal um Estado de Direito com Oitocentos Anos*, que a Academia das Ciências publicou em 1979, meu pai mostra como o reforço da tradição ultramontana permitiu sustentar a descoberta do mar oceano, enquanto prioridade nacional: “os portugueses, entre outras características de persistência e trabalho, sempre tiveram a capacidade, que a bula papal reconheceu, de usar a independência política em defesa do bem comum”.

³⁵ Tratava-se do socialista histórico Luis Araquistáin Quevedo (1886-1959) que publicou no número de Outubro de 1928 “Dictatorship in Portugal”, no qual descrevia Portugal como tutelada pela Inglaterra desde o século XIV, alinhando quanto ao resto com as teses da Liga de Paris (ver nota 29 acima). Franco Nogueira, no volume II da sua biografia *Salazar*, p. 21 cita o artigo do “jornalista espanhol” e refere que, para Mário de Figueiredo, terá sido escrito por “alguém da Seara Nova, talvez António Sérgio”. Como se referiu na nota 11 acima, esta prova do interesse de Salazar pela comunicação externa acompanha todo o processo. Aliás Weeks sugeriu confiar a tradução para inglês a Travers (nota 8).

³⁶ Na resposta de FS&V, datada de 29 de Novembro, refere-se que o convite do redactor tinha sido aceite e o artigo enviado para publicação, “em tradução inglesa devidamente revista” (p. 151). Franco Nogueira, cit., p. 60 escreve apenas que, em finais de 1929, “*Foreign Affairs* publica um artigo de elogio à reconstrução económica e financeira de Portugal” esclarecendo em nota que se trata de “prestigiosa revista americana”. O artigo é citado na nota 279 p. 148 do documento original como fazendo parte do Arquivo cit arquivo BF&B, com o título “The Economical (sic) and Financial Reconstruction of Portugal”, e foi-me facultada uma cópia. No mesmo documento nº 57, Weeks chama a atenção para o artigo de Poincaré, como se disse acima. Os interesses franceses não eram indiferentes, até por causa da Lazard, referida na nota 25.

documentação inédita da Sociedade das Nações do espólio do governador do Banco de Portugal”.

2.3. Decorrências de DEP e SSF

A reputação financeira adquirida com as negociações de 1928/29 não foi afectada pela crise do esterlino em 1931, embora o escudo também se tenha tornado inconvertível. Durante as hostilidades, a taxa bilateral do escudo manteve-se constante e Portugal concedeu crédito ao Reino Unido desde 1940, tendo-se acordado em Agosto de 1945 (antes portanto do acordo anglo-americano de Dezembro) num plano de pagamento até 1973. Como explicou Marcelo de Paiva Abreu num seminário em Campolide (publicado em 2014 na *Economic History Review* com o significativo título de “Um cheque em branco?”), a sensibilidade política mútua manteve-se ao longo do conflito, independentemente da neutralidade portuguesa, o que mostra os reflexos financeiros da “mais velha aliança”³⁷.

Em 1993, conheci um Baring em casa de Manuel Pereira Coutinho, amigo e familiar que lhe teria falado da minha paixão pela história financeira e quiçá visita às instalações (onde o arquivista Ingram me tratou muito bem, DEP p. 278 nota 497). Seja como for, Peter (?) tinha para mim um exemplar de Philip Ziegler, *The Sixth Great Power: Barings 1762-1929*. London: Collins, 1988. Embora a história acabe muito antes das operações analisadas em DEP, começa com uma frase bombástica “The Barings were not Jews” (p. 13), ilustrada na primeira operação com Portugal, iniciada em 1797 envolvendo o Brasil e Moçambique mas que, mau grado a rivalidade tremenda que havia entre banqueiros (especialmente “some Jews, which is formidable from the powers they possess as they have Money”, p. 56) só teve seguimento no empréstimo dos diamantes em 1802. Este passou de 6,5M de florins para o dobro, dos quais 5 para BB que só conseguiram colocar 1,5 em Inglaterra (*ibid.*). A singularidade do nome é ilustrada através das dúvidas constitucionais relativas ao empréstimo de 1928. Alfred Mildmay (1871-1944, director 1897-1940) escreve a Evelyn Bingham Baring (1893-1966, director 1923-66): “We must remember that in American as well as British opinion, The Baring Brothers and Co. Trade-mark will be regarded as sufficient evidence of legality, as good or better than the League of Nations.” (p. 354). Embora o lindo livro contenha um epílogo de 1929 a 1987, no qual se mencionam algumas operações em esterlino, ignora euro-emissões.

Curiosamente, os destinos das duas casas que apoiaram as primeiras euro-emissões da República vieram a cruzar-se em 1991, quando DR foi comprado por BB, embora tivesse sido recomprado pelos sócios após a falência aparatosa de BB em 1995. Passou então sem nome para Swiss Banking Corporation e depois Union Bank of Switzerland, até voltar como Dillon Read Capital Management, unidade autónoma da UBS em 2005. No capítulo 3 de *The Silo Effect: The Peril of Expertise and the Promise of Breaking Down Barriers*, 2015, Gillian Tett conta a história da compra de SBC por UBS em 1999 e da queda de UBS em 2007, onde estima a perda das hipotecas *subprime* da DRCM nessa primavera a \$300M (*ibid.*, p. 95) quando as obrigações colateralizadas do banco ultrapassavam \$20bi em 2008 (*ibid.*, p. 103, nota 66).

A decorrência principal do interesse no tema, então esotérico, da dívida externa portuguesa entronca na descoberta anterior, pela mão de Paulo de Pitta e Cunha, decano dos economistas da Academia, da área na qual me viria a doutorar. Dei ao último dos *Three Essays in International Monetary Economics* um título inspirado no famoso *International Currency Experience* de Ragnar Nurkse (1907-1959), economista que migrou da Sociedade das Nações para os EUA (via Lisboa) quando a sua Estónia natal foi invadida pela União Soviética. Ele escreveu a parte I de *The Course and Control of Inflation*, Princeton, 1946, na vila onde eu passaria o início dos anos 1980...Encontra-se na parte II uma descrição anónima de programas de estabilização cambial, entre os quais o português, resumido nos seguintes termos: “As

³⁷ Bem percebidos em *Pearl Harbor Lisboa Tóquio*, o 2º volume das memórias do embaixador Morishima Morito, traduzido para português com prefácio que intitulei “Sabre, silêncio e saudades”, Lisboa: Ad Litteram, 2017, pp. 9-17.

negociações para um empréstimo internacional sob os auspícios da SdN...começaram em Janeiro de 1928, mas abortaram porque o Governo não aceitou os esquemas de supervisão que eram condição necessária...Obtiveram-se, contudo, créditos externos de estabilização temporária enquanto o Governo sabiamente adiantou as necessárias reformas sem a ajuda de um empréstimo a longo prazo. A acção foi coroada de notável sucesso...”³⁸.

Recentemente Juan Flores e Yann Decorzant voltam ao caso português, que consideram “interessante”³⁹. Além de citar a “constitucionalidade duvidosa do governo” como impedimento para o empréstimo BB do início de 1928, alvitram que, esperando tal reacção negativa, o governo fizera em Novembro de 1927 um pedido formal à SdN para apoiar a emissão de um empréstimo externo e resumem o ambiente na OEF através de uma notícia no *Times*: *It may be noted that in some quarters doubts are entertained as to the advisability of extending too readily the facilities of the League to States in financial difficulties. It is pointed out that application to the League enables a State to get better terms than it could on its own merits, and that puts the states which stand on their own financial merits at a disadvantage in the credit market. The League may legitimately help a country that is palpably on the verge of ruin and if it be almost a case of propping up a tottering Government.*

Concluem que o pedido acabou por ser aceite pela OEF mas que as negociações falharam porque o governo recusou a presença de um representante permanente da SdN⁴⁰. Como referido acima, o responsável pelo Comité Económico e Financeiro Arthur Salter (1881-1975) ao Ministro das Colónias e das Finanças Artur Ivens Ferraz (1870-1933) em 22 de Fevereiro de 1928 (dois dias antes de ser substituído em ambas as pastas, vindo contudo a reocupar a das Finanças até 7 de Abril, quando foi substituído por Sinel de Cordes até à Ditadura Nacional em 18 de Abril, altura em que José Vicente de Freitas foi nomeado interinamente durante 9 dias) e ressalta a recusa persistente de aceitar um agente estrangeiro da SdN em Portugal. Na mesma caixa encontra-se correspondência do funcionário J. van Walré de Bordes (citado p. 19 acima) com o diplomata holandês em Lisboa van Haersma de With onde lamentam que o nosso “brio nacional” impeça a conclusão das negociações⁴¹. As notas no *Working Paper* citado na nota anterior, pp. 23-24 especificam o programa de medidas acordadas: “a fiscal reform, the use of the loan's proceeds (consolidation of the floating debt and funding of a country's program for infrastructure improvements). Other measures remained open – though no major dispute was foreseen-, such as the modifications to be introduced to the central bank status and the reorganization of the colonial banks' system”.

³⁸ Separata, cit. notas 19, 29 e 35 acima, p. 13, nota 7. Apesar dos esforços da BAN, não foi possível consultar o documento em tempo útil.

³⁹ “Going multilateral? Financial markets' access and the League of Nations loans, 1923–8”, *The Economic History Review*, 2016, pp. 653–678 (que resume o *Working Paper* 12091 da Faculdade de Ciências Económicas e Sociais da Universidade de Genebra, “Public borrowing in harsh times: The League of Nations Loans revisited”, Setembro 2012). Entre as referências saliento um manuscrito de 2001 da autoria de Vasco Marques Carvalho, da Universidade de Cambridge: “Answers to a Puzzle: Monetary Regimes and Macroeconomic Performance in the Portuguese 1920s” por questionar a ligação do “credible nominal anchor period to a superior growth performance” com base nas novas estimativas do PIB português publicadas pelo Banco de Portugal em 1997, que considera “unexplored”. Em conversa privada, Jaime Reis (um dos autores dessas estimativas, a quem Carvalho agradece) minimizou a diferença com as anteriores, incluindo o contributo de Maria Eugénia Mata e Nuno Valério para *Convertibilidade Cambial*, cit. Fica a conclusão que existe um único ciclo de inflação e crescimento depois da guerra, como se verificou noutros países europeus como França, Bélgica e Finlândia.

⁴⁰ Este aspeto é claro no documento citado na nota 73 do artigo e gentilmente cedido por Juan Flores (“Summary of the conversations held by Arthur Salter and the Portuguese Ministers of the Colonies and Finance, 22.2.1928”, LoNA, Box S57, 4, redigido em francês), que se comenta a seguir.

⁴¹ Esta expressão é retirada da entrevista de Sinel de Cordes ao *Diário de Notícias* de 21 de Dezembro de 1927, reproduzida em LPDM, cit., p. 197.

Depois da recusa do empréstimo da SdN, a República teve apenas uma aparência fugaz na conversão semi-forçada de 1939, que, por efeito da guerra e da «nacionalização» dos títulos de 1902 teve reduzido impacto num mercado internacional profundamente destruído pela Grande Depressão. A partir do regresso dos principais países europeus à convertibilidade externa das suas moedas, em 1958, desenvolveram-se as emissões internacionais, com particular realce para as emitidas no mercado de capitais americano. É aí que Portugal reaparece, 60 anos depois do último acto importante praticado como devedor internacional, e essa coincidência já faz parte da secção seguinte...

3. Vinganças da finança internacional e da resistência doméstica

Além dos laços pessoais e familiares, apurados pela ligação do autor à Academia favorita de meu pai, outras razões houve para explicitar um obstinado interesse pela complementaridade entre organizações e mercados financeiros internacionais ao longo de cem anos de crédito externo da República (referido na secção 2.1) e subdividir esta secção 3 em três subsecções. Não sendo cronológica, a arrumação pretende focar a qualidade da articulação entre organizações e mercados depois da recusa do empréstimo da SdN. No caso português, teve início nas organizações do pós-guerra em que participou desde a primeira hora, mau grado a neutralidade adoptada durante o conflito. Foi porém depois da adesão à EFTA e perante a descolonização africana que a República recorreu ao mercado de capitais americano e às emissões em euro-dólares através de duas instituições que conhecia dos anos 1920. Já então me interessava pelo que se chama hoje “international finance and macro” (IFM).

A fase seguinte, juntar “escudo forte” e “depois de Abril”, é talvez a mais saborosa para quem estava a cumprir o serviço militar obrigatório, se apresentou no Estado-Maior do Exército no dia 25 daquele mês e cumpridos catorze inesquecíveis meses na Região Militar de Angola em finais de Outubro, entregou o espólio no Caçadores 5. Talvez por vingança, aí viria a trabalhar como civil quando a Faculdade de Economia migrou do Campo Grande para Campolide. Quiçá mais intuitiva, a “resistência às reformas decorrentes da mudança de regime” é reflexo directo da minha experiência governativa e parlamentar em 1991/95 durante a qual foi restaurada a convertibilidade cambial do escudo, durante a primeira fase da transição para a moeda única. As características dessa mudança de regime, das reformas precedentes e decorrentes já me tinham interessado enquanto director das economias nacionais nos serviços da Comissão Europeia hoje chamados ECFIN, e sobre eles muito escrevi a título pessoal e institucional.

A terceira subsecção, essa, surge na forma de pergunta elíptica. Saber se, ao participar na *troika* ao lado da Comissão e do BCE, o Fundo Monetário Internacional tinha vingado a Organização Económica e Financeira da SdN pode não ter resposta outra que “depende”, sabendo-se que a variável estratégica é a qualidade da política económica, visível na tal complementaridade...

3.1. O escudo forte depois de Abril

Paradoxalmente, os capitães de Abril restauraram o que o autor chama a “velha democracia” (nota 43 acima) mas mantiveram o apego ao escudo forte em detrimento das ideias monetárias subsequentes: quando, no Verão quente, Serge Christophe Kolm lhes disse que, se o governo estiver suficientemente à esquerda, “une dévaluation peut sauver la révolution”, eles responderam “aqui não se desvaloriza”⁴²! Por isso, naquela homenagem ao

⁴² *La transition socialiste la politique économique de gauche*, Editions du Cerf, 1977, p. 55 cita um memorando entregue ao governo português em Agosto de 1975 com a conclusão do texto. Tal como no caso do livro de Ziegler evocado no anexo, não conseguia encontrar o livro. Por acaso, outro amigo da Faculdade restitui-me um exemplar que disse ter-lhe emprestado... Por via de um descendente, também associado à NSBE, chegaram-me às mãos as memórias de Ivens Ferraz, intituladas *A ascensão de Salazar*, publicadas por o jornal em 1988 com prefácio de César Oliveira (1941-98).

mestre de Coimbra, afirmei peremptóriamente: “Salazar in the 1930s and the Revolutionary central bankers of 1974-75 are closer to each other than they are to contemporary monetary authorities in Mediterranean and Latin American countries”⁴³. De facto, ao justificar a preferência pela “crawling peg” em Agosto de 1977 em vez das “desvalorizações heróicas” propostas pelo FMI, Rudiger Dornbusch (1942-2002), responsável pelo grupo do MIT, escreveu: “Under his (Salazar) able leadership Portugal maintained a healthy financial economy and made economic progress without the aid of any further external loans”⁴⁴.

Já aludi ao fascínio pela economia monetária internacional. Mais do que pensar em Jacinto governador interino até ao 11 de Março e seu sucessor Silva Lopes, é de evocar a IFM praticada em Chicago, no MIT e no FMI. De lá vinham não só os consultores do Banco de Portugal chamados por Silva Lopes mas também dois saudosos orientadores da minha tese de doutoramento, Carlos Diaz (1927-85, cujo *Festschrift*, intitulado *Debt, Stabilization and Development*, foi co-organizado com Guillermo Calvo e Ronald Findlay) e Pentti Kouri (1949-2009, cuja tese inédita publiquei com Urho Lempinen em *Open Economy Dynamics*, 2011): à margem da conferência que organizei em Helsínquia com o segundo em memória do primeiro, ouvi Jacob Frenkel, ex-Chicago e ex-FMI, depois governador do Banco de Israel, louvar a reputação financeira da Finlândia depois da Grande Guerra⁴⁵.

3. 2. Resistência às reformas decorrentes da mudança de regime

Além de gradual, a mudança do regime cambial pareceu “indolor” aos que aproveitaram a “boleia de juros” mas não ao sistema financeiro e ao próprio banco central: as resistências e suas consequências estão detalhadas num livro intitulado *Para onde vai a banca em Portugal?*, no prelo, escrito em co-autoria com Nuno Cassola e Samuel da Rocha Lopes. Relevante aqui é que aquela boleia atenuou o papel da Europa como um “seguro contra a voracidade” - levando as empresas portuguesas a sofrer o “esticão do euro” bem antes da crise internacional⁴⁶. A queda em 2011 obrigou a um programa de ajustamento económico-financeiro (PAEF) brutal. Terminado com sucesso em 2014, permitiu sair do procedimento de défices excessivos (PDE) em 2017 e levar as taxas de juro a longo prazo para níveis intermédios entre as italianas e espanholas. Esta subsecção mostra como as reformas da década de Cavaco Silva, posto que insuficientes, foram interrompidas em função das entradas e saídas do PAEF e do PDE.

A reputação financeira que a mudança de regime revelou nos anos 1990 esteve associada à queda das taxas de juro relativas às obrigações denominadas em marcos, sendo o seu efeito

⁴³ “Economic Advice and Regime Change in Portugal”, Francesco Franco, org. *Challenges Ahead for the Portuguese Economy*, Imprensa de Ciências Sociais, 2008, p. 204, nota 7, citando “Portuguese Currency Experience” (ver acima notas 19, 29). Talvez sem querer, juntei assim Jacinto Nunes, governador interino até ao 11 de Março, e seu sucessor Silva Lopes (que fora MF no II e III Governo Provisório, embora conste que, qual o heterónimo citado na nota 24, não participasse nas decisões). Além do breve testemunho de Teodora Cardoso (na linha do contributo a *Macro de Economia Aberta*, cit. nota 18) esta dimensão é ignorada na homenagem a Silva Lopes publicada pelo ISEG em Janeiro de 2018. Quanto aos antecedentes, “Echoes from the past: Portuguese adjustment in the 1890s and 1920s” por Amélia Branco et al. subtrai valor ao chamar “miragem” ao empréstimo da SdN, citando ainda Teixeira dos Santos, cit. ao contrário para concluir: “although completely false, the propaganda worked” (p. 43).

⁴⁴ W. H. Wynne, *State Insolvency and Foreign Bondholders* (Yale, 1951), no qual se louva Rudi, afirma “no League report on Portugal was ever printed”, nota 7 da separata, cit. e Franco, cit., p. 201-3.

⁴⁵ Evoquei Silva Lopes, “confrade relutante”, Kouri e Diaz em “Elogios e Memórias de economistas – e não só”, *NSBEWP*, 2017, este “antes da crise”, nº 613 (p. 24) aqueles depois, nº 613 (pp. 38-43, 50-53, respetivamente).

⁴⁶ Adaptaram-se partes de Maas, cit. Sobre gradualismo, José Braz, “From P1 to Q2: A strategy of gradual regime change”, *A Single Currency for Europe: Monetary and Real Aspects*, Londres: CEPR, 1992; Francisco Torres e Francesco Giavazzi (orgs), *Adjustment and Growth in the European Monetary Union*, Cambridge: Cambridge University Press, 1993. Ver ainda “Europa seguro contra a voracidade”, M. M. Tavares Ribeiro, Barbosa de Melo e Manuel Porto (orgs), *Portugal e a construção europeia*, Coimbra: Livraria Almedina, 2003, pp. 217-234.

mais evidente avaliado através da queda na volatilidade da taxa de variação da taxa de câmbio do escudo com o marco alemão - incluindo ainda intervenções do Banco de Portugal e outros determinantes da pressão cambial. Assim, a análise do contágio da instabilidade da peseta durante a crise do Sistema Monetário Europeu justificava o receio dos ditos “fundamentais geográficos” quando se pretendia dar provas da aceitação pelos mercados e pelos eleitores do que seria “viver com o euro”. Ao reconstituir a mudança passo a passo até à crise do mesmo, já sabemos como o contágio regressou então com muito mais violência do que em 1993!

O compromisso pela estabilidade veio de cima nos dois principais partidos e projectou-se em sucessivos responsáveis monetários, mas nem por isso a interiorização foi súbita, antes reflectiu aquele gradualismo. A natureza da delegação dos Primeiros-ministros aos seus Ministros das Finanças, atentos os Governadores do Banco de Portugal, também ajuda a equilibrar condicionantes internas e externas ao longo de mais de 25 anos de câmbios fixos. Seis publicações do Ministério das Finanças descrevem o programa de convergência em Dezembro, o acordo de concertação social em Fevereiro e a entrada no SME em Abril, além da negociação de empréstimos externos depois de restaurada a convertibilidade plena do escudo em Dezembro de 1992⁴⁷. A demonstração de que a liberalização financeira pode responder eficazmente a ataques especulativos é dessa altura mas, mais uma vez, as lições dos anos 1920 e 1960 vão no mesmo sentido⁴⁸.

Por outro lado, o centro criado na Faculdade de Economia por acordo do Ministério das Finanças com a Reitoria da UNL em 1992 (enquanto presidia ao Ecofin, no quadro da primeira presidência portuguesa) tinha como objectivo melhorar o conhecimento do nosso contributo para a convergência europeia. Ora, em Abril de 2008, persuadi o director da Faculdade a mudar o nome do centro e chamar-lhe *Centro Globalização & Governação*. Foi assim natural que, através da parceria logo firmada com o Instituto de Investigação Científica Tropical e a Academia das Ciências de Lisboa, as actividades do CG&G refletissem os efeitos da crise global na liberdade financeira e na lusofonia⁴⁹.

Um paradoxo no quadro 4 é que o passo 1 aí referido não foi principalmente financeiro enquanto os passos 2 e 3 não foram públicos, tendo chegado ao meu conhecimento em virtude das funções que ocupava na Comissão Europeia. A dita “surpresa portuguesa” não surpreendeu os membros do Comité Monetário (ou Económico e Financeiro): sabiam que o escudo estava no cabaz de divisas desde 1989, com uma paridade virtual, e acompanharam os

⁴⁷ *Assegurar a Convergencia com a Comunidade Europeia: um Objectivo da Política Económica do XII Governo*, Dezembro 1991; *Orçamento do Estado para 1992: Apresentação Publica, Relatório e Proposta de Lei*, Fevereiro 1992; *Política económica global: os primeiros seis meses*, Lisboa, Maio 1992; *Orçamento do Estado para 1993: Apresentação Publica, Relatório e Proposta de Lei*, Outubro 1992; *A Política Económica Global em 1993*, Janeiro 1993; *Orçamento do Estado para 1994*, Outubro 1993.

⁴⁸ Linha que Leonardo Bartolini e Alan Drazen viriam a racionalizar em “Capital Account Liberalization as a Signal”, *American Economic Review* 1997. Citei a versão mimeografada do FMI de Novembro 1994 na contribuição em Francisco Torres, organizador, *Monetary Reform in Europa*, Lisboa: Universidade Católica Portuguesa, p. 32 (do qual havia uma versão anterior como *Nova Economics Working Paper* nº 259, Outubro 1995 e uma tradução portuguesa em *Análise Social*, 138, vol. XXI, 1996, pp. 895-924). Tendo obtido dados sobre intervenções cambiais, confirmei a credibilidade da mudança de regime em Stephany Griffith-Jones, Manuel Montes e Anwar Nasution, organizadores, *Short-Term Capital Flows and Economic Crises*, Oxford University Press, 2001, p. 254. Aliás, em contribuições para homenagens a Pereira de Moura (1994), Jacinto Nunes (1996), João Lumbrals (2000) e Pedro Martínez (2000) bem como em *Bem Comum dos Portugueses*, 1999 (livro em co-autoria cujo título devo a meu Pai), salientei a dimensão social e política subjacente à “liberdade financeira” que sustenta a reputação do soberano.

⁴⁹ *Ética, Crise e Sociedade* (Michel Renaud e Gonçalo Marcelo, orgs.), 2011, pp. 91-159; *Writing to Queens while Crises Proceed In memory of Manuel Jacinto Nunes*, IICT e CG&G, 2015, 2ª edição; contribuições a homenagens aos confrades Pitta e Cunha (2010) e Dias Farinha (2014).

passos 4 e 5. Ainda assim, antes de preenchidos os passos 6, 7 e 8 do quadro 4, os mercados não teriam dado credibilidade à adesão ao mecanismo cambial, o passo 10⁵⁰.

O rápido declínio da inflação em 1986/87 foi acompanhado pelo primeiro programa de ajustamento plurianual (PCEDED) que visava o equilíbrio externo e não o ajustamento orçamental (ao contrário do passo 2). Não chegou a configurar uma mudança de regime por causa da ausência de enquadramento constitucional apropriado da actividade privada (passo 1), bem como por causa do colapso do acordo de rendimentos e preços de 1988 devido ao aumento da inflação. Ainda assim, o desvio relativamente à paridade, ainda que virtual, permite explicar a volatilidade cambial antes de ter sido assumido, mesmo confidencialmente, o fim da desvalorização deslizante, o que só ocorreu por altura da apresentação do Quadro Nacional de Transição para a União Monetária (dito Q1). Do mesmo modo, seguiu-se à apresentação deste QUANTUM um conjunto de restrições às entradas de capitais cuja administração era levada a cabo pelo Banco de Portugal (tendo as suas competências sido reforçadas por decreto lei do Verão de 1991). A recusa em liberalizar as saídas de capitais configurou-se como uma reversão da mudança de regime até porque coincidiu com o aumento da grelha salarial da função pública em 1991, levando a severa imoderação salarial e ao aumento das taxas de juro a longo prazo.

Como se disse, os membros do Comité Monetário, ajudados pelos representantes da Comissão Europeia, entenderam melhor a mudança gradual de regime que os observadores domésticos. Por extensão, os operadores nos mercados financeiros internacionais também entenderam melhor do que os cidadãos e empresas o compromisso constante do programa do XII governo relativamente a reformas estruturais como as que constam do passo 10⁵¹. Seguem-se os passos da gestão da mudança por parte das autoridades monetárias no sentido da sua aceitação pelos mercados, exige pesquisa sistemática a questão de saber em que medida a mesma foi entendida pelas forças políticas antes das eleições de Outubro de 1995⁵².

⁵⁰ Cavaco Silva salienta os passos restantes em entrevista ao *Expresso*, 1 de Maio 1998. Um dos entrevistadores, em editorial, reconhece que o passo 9 foi tomado no "último momento em que isso era possível" – esquecendo que não podia ter sido tomada antes. As reformas estruturais elencadas como condição do sucesso da adesão da Grécia ao SME em 18 de Março de 1998 no comunicado do Comité Monetário confirmam isso mesmo - e no processo de liberalização dos controles cambiais a Grécia beneficiou da experiência portuguesa pois também não esgotou a derrogação que negociara.

⁵¹ O passo 10 (dos 22 tomados até à entrada em circulação do euro) inclui a legislação seguinte: regime de administração financeira do Estado; racionalização do emprego dos recursos humanos da administração pública; normas relativas aos fundos de investimento e reestruturação e internacionalização empresarial, incluindo os respectivos benefícios fiscais; regime geral das instituições de crédito e sociedades financeiras. A segunda, dita lei dos disponíveis, foi contrariada pelo Presidente da República; a terceira não foi aproveitada pela banca só a última, muito modificada se mantém em vigor. Mais em *Para onde vai a banca em Portugal?*, em co-autoria com Nuno Cassola e Samuel da Rocha Lopes, em preparação e "Economic Advice and Regime Change in Portugal", cit. nota 43 acima, p. 221.

⁵² Ao contrário do que acontecera com a adesão ao padrão ouro, referida na nota 9 acima, o papel do parlamento em matéria monetária limitou-se à aprovação quase unânime de princípios gerais na resolução nº 19/XI de 21 de Abril (Assembleia da República, *Acompanhamento parlamentar da revisão do Tratado da União Europeia na Conferência Intergovernamental de 1996*, 2 vols, Lisboa: Comissão dos Assuntos Europeus, 1995). Ocorre porém salientar dois acontecimentos quase simultâneos no início do ano. Primeiro, a intervenção de abertura do 17º Congresso do PSD no Coliseu dos Recreios, na qual Cavaco Silva, presidente demissionário, salientou a importância da adesão do escudo ao mecanismo cambial entre as suas dez *Reformas da Década*, Verbo, 1995. Segundo, a entrevista concedida por António Guterres à revista *Valor*, onde, na sequência dos Estados Gerais para a Nova Maioria, aceita a estabilidade cambial e a independência do banco central. Parece claro que a educação monetária do engenheiro beneficiou dos seus almoços no palácio Ventura Terra da FEUNL com alguns membros do corpo docente, designadamente Luís Campos e Cunha, que viria a participar nos EG, ser nomeado vice-

O certo é que o compromisso dos dirigentes dos dois principais partidos no Verão de 1989 foi tão excepcional que não foi seguido por um debate entre economistas que permitisse aos eleitores aferir dos custos e benefícios da aposta no euro, incluindo a necessidade de aproveitar a “boleia de juros” para realizar as reformas complementares. Esta situação perpetuou-se até à crise orçamental de 2001 e foi sobretudo a divergência subsequente que deu lugar a tal debate, na perspectiva de encontrar um “bode expiatório”. Por outras palavras, a desinflação escondida de 1989-91 obnubilou a mudança de regime até à entrada no euro. Depois, a patente instabilidade política (quatro Primeiros Ministros e cinco MF em cinco anos) afunilou o debate para o défice orçamental e interrompeu as reformas exigidas para “viver com o euro”.

Mau grado a indiferença parlamentar ao regime cambial, viveu-se entre 1985 e 1995 um período de reformas muito ligadas à integração económica europeia. Começou com a introdução do IVA em 1986, continuou com o imposto sobre o rendimento em 1989 e levou ainda à harmonização do IVA em 1992. A maneira como interpreto a política económica dessa altura é consistente com o poder orçamental do MF, analisado na secção seguinte. O Primeiro-ministro, que tinha sido MF, acompanhava de perto o processo orçamental e esperava dos Ministros não só que liderassem as reformas mas também que permitissem sustentar o processo de convergência dos níveis de vida dos portugueses com a média europeia. A importância relativa dos dois aspectos alterava-se ao longo da legislatura, ao ponto de, em 1987 e 1993, se ter mudado o titular a meio da legislatura com um padrão semelhante posto que com resultados diversos. Assim o Ministro que participava na preparação do programa de governo devia “ganhar credibilidade externa” para a economia nacional: devia ser alguém que percebesse o que era o *rating* e os mercados financeiros internacionais, além das instituições nacionais.

A importância para a referida credibilidade de adquirir um código de conduta, desde logo em matéria monetária, que é relativamente simples, pois o banco central tinha de ser independente - de acordo com o relatório Delors de 1989⁵³. Além disso, como referido, o processo orçamental ainda era muito pouco conhecido em termos comparativos. Portanto, ganhar credibilidade externa é saber respeitar um código de conduta informal, que inclui não só o que vem nos tratados e pactos, mas o modo como essas leis se aplicam de facto. Na segunda metade da legislatura, o peso ia para “vender a estabilidade internamente”, ou seja mostrar os benefícios da estabilidade macroeconómica para ganhar as eleições seguintes. O Ministro das Finanças, que deve liderar a elaboração das regras do processo orçamental, porquanto é responsável pelo recurso comum dos impostos, não pode ser alheio à obrigação de “vender a estabilidade” ao eleitorado, o que vai bem para além da notória convergência nominal atingida durante a década de Cavaco Silva⁵⁴. Só que a alteração funcionou em 1991 mas falhou em 1995 - porque mudou a maioria.

governador do Banco de Portugal e preparar o programa de estabilidade e crescimento de 2005, enquanto primeiro MF de José Sócrates.

⁵³ Expressão política dos conhecidos relatórios de Tommaso Padoa-Schioppa et al., *Efficiency, Stability and Equity: A strategy for the evolution of the economic system of the European Community*, Oxford University Press, 1987 e Michael Emerson et al., *One Market One Money, An Evaluation of the Potential Benefits and Costs of Forming an Economic and Monetary Union* Oxford: Oxford University Press, 1992 (originalmente publicado em *European Economy*, 1990). Implicações para Espanha, Grécia e Portugal encontram-se no livro que organizei com Christopher Bliss, *Unity with Diversity in the European Economy The Community's southern frontier*, Cambridge: Cambridge University Press, 1990.

⁵⁴ Maas, p. 121, mostra as médias da década e a sua decomposição pelos quatro titulares: a desvalorização do escudo relativamente ao euro foi de 5%, a dívida pública estável em relação ao PIB, o défice orçamental em de 5% do PIB, a inflação superior em 7% à média europeia (que foi decrescendo de Miguel Cadilhe com 10% para Eduardo Catroga com 2%) e uma convergência real à taxa média anual de 1% (que decresceu de 2% para -0,7%, entre aquele e este).

Haverá sem dúvida várias razões para a vitória da oposição, mas uma delas é a interacção diferente entre os dois papéis a que levou a aposta explícita na desinflação, constante do programa de governo de 1991⁵⁵. Depois de vencer as eleições de 1995, o partido que tinha criticado a mudança de regime abraçou o projecto da moeda única, com a divulgação mediática de que o chanceler alemão Helmut Kohl (1930-2017) acreditava que Portugal podia aspirar à moeda única, baptizada euro no Conselho Europeu de Madrid em que se estreou António Guterres. Os mercados acreditaram na mudança de regime antes dos eleitores! Porém, como o processo orçamental não escorou essa mudança, os eleitores habituaram-se logo à “boleia dos juros” que o novo regime permitiu e não perceberam que os mercados poderiam mudar de opinião.

O gradualismo, eventualmente excessivo, teve a ver com o facto de a revisão constitucional ter sido adiada tanto tempo: as primeiras eleições na Polónia e na Hungria tiveram tido lugar antes da conclusão do texto resultante do já enaltecido acordo Cavaco/Constâncio sobre a revisão da Constituição de 1976⁵⁶. Logo a seguir à revisão, o governo começou a trabalhar na lei do sistema financeiro e noutras decorrências legislativas da mudança de regime, o que ainda demorou três anos. Mas ninguém associou a mudança ao regime cambial. Estava-se mais à espera dos efeitos directos nas privatizações decididas após o 25 de Abril.

Verifica-se em Portugal este caso único de que os mercados acreditaram antes dos eleitores que a inflação iria baixar para um só dígito em 1992, porque a adesão ao mecanismo cambial culminava a mudança de regime iniciada em 1989. Esta alteração de expectativas é uma das características originais da nossa mudança de regime porque resistiu à turbulência de toda a grelha de paridades que só terminou em Agosto de 1993. Para ilustrar a nossa reputação financeira, recorde-se um caso extraordinário, em 1994: à conta da substituição de um alto funcionário dos serviços de informação (voltamos a Schengen, outra área em que Portugal se conseguiu colocar no pelotão da frente), a agência *Bloomberg* deu eco a uma suspeita austríaca de que tinha havido um golpe de Estado em Portugal, o que perturbou os mercados umas horas até se restabelecer a reputação de que o código de conduta do novo regime cambial era praticado pelas autoridades portuguesas.

A desconexão entre mercados financeiros e actores políticos não resulta só do carácter gradual da mudança de regime, com avanços e recuos, incluindo a reversão da tendência para a igualização dos juros em resultado da introdução de controlos cambiais em 1990/91. Também radica na cultura cívica que opõe liberdade política e financeira, democracia e rigor orçamental: depois das oscilações sobre o papel do MF em 1985-95, enfraqueceu claramente a delegação de que beneficiava. Deixou de controlar a administração pública entre 1996 e 1999. Passou a ser Ministro gastador entre 2000 e 2002 – por também tutelar a economia. Acicatada a cultura cívica, seguiu-se o desaire das eleições municipais em fins de 2001 e ficou aparente a crise orçamental. A demissão do Primeiro-ministro deu lugar a eleições antecipadas e a um ajustamento pró-cíclico. A redução do défice agravou a recessão e induziu um processo de divergência que reflecte a paragem das reformas após a qualificação para o euro. A

⁵⁵ Como indicam as fontes citadas na nota 47 acima, a aposta deu lugar a uma série de iniciativas no início da legislatura, nomeadamente no programa de convergência Q2 (aprovado pelo ECOFIN em 16 de Dezembro de 1991, a meta de inflação de 8% para 1992 e políticas estruturais e financeiras complementares) que suportou os orçamentos para 1992, 1993 e 1994 (este último com as adaptações do programa de convergência revisto aprovado em fins de 1993).

⁵⁶ Na secção 4.3 adiante, aprofunda-se o tema da constituição financeira portuguesa, decorrente do que vem no texto. Apercebi-me desta idiossincracia da nossa cultura cívica (também abordada em Maas, p. 100 ss) quando colegas da Europa central e oriental que encontrava nas missões da Comissão Europeia por altura da queda do muro de Berlim me diziam que a nossa Constituição Política era “estalinista”. Como lá não havia liberdade política nem financeira não se punha o problema concreto da tensão entre elas e a tensão abstracta imposta pela ideologia dominante desaparecera no Verão de 1989, com as eleições livres na Polónia e na Hungria.

instabilidade governativa entre 2004 e 2005 afectou igualmente os titulares: Luís Cunha, querido amigo já citado na nota 52, foi logo substituído.

3.3. FMI vinga OEF?

Já notei que a Organização Económica e Financeira da SdN deu lugar a duas instituições, FMI e Nações Unidas respetivamente; até comparei o padrão-ouro ao padrão-euro, o que equivale a envolver BCE e Comissão Europeia em qualquer resgate de um membro da Zona Euro excessivamente endividado. O regresso do FMI em 2011, pela primeira vez desde a adesão de Portugal à Comunidade Europeia, não se compara com a negociação de 1928/29, interrompida pela recusa em haver um representante dos credores residente, como aconteceu durante a *troika*. Ao contrário do que pretendia o responsável de Baring citado em 2.1.4. acima, retratado numa das ilustrações de SSF e reconhecido na nota 29 *in fine*, as instituições europeias e internacionais colaboravam entre si frente aos mercados...

Às preocupações constitucionais de antanho sucediam as dúvidas quanto ao processo orçamental português, considerado o mais “fragmentado” num relatório do FMI (“Euroarea policies: selected issues”, *Country Report* nº 235, Agosto 2004) no qual se divulga a literatura da constituição fiscal, que interpreta o orçamento como um “contrato de colaboração” com os contribuintes, termo usado nas apresentações públicas de três orçamentos⁵⁷.

Embora o PDE tivesse sido acionado em 2002, os Programas de Estabilidade e Crescimento para 2002/05 (Dezembro de 2001), 2003/06 (Janeiro de 2003) e 2005/09 (Dezembro de 2005), disponíveis na página do Ministério, fazem apenas alusão à reforma da administração pública. Só em Dezembro 2006 é que, na parte IV, intitulada “Instituições, processos e regras orçamentais”, com duas secções, “Processo e Elaboração do Orçamento do Estado” e “Regras Orçamentais de Tipo Numérico”, o *PEC 2006-2010*, publicado pelo Ministério das Finanças e da Administração Pública reflecte pela primeira vez a abordagem jurídico-política já referida em Ministério das Finanças (1992, p. 419).

Em 2006, observou-se uma retórica de reforma assente na cooperação entre Presidente da República e Primeiro-ministro ao mesmo tempo do que uma partidarização crescente do governo - além de não ter sido testada a força da delegação no MF. Portanto, não desaparecera o problema da falta de poder de Fernando Teixeira dos Santos, posto que não parecesse tão grave agora como quando o titular português era o menos poderoso da UE. Por outras palavras, não se sabia se o Ministro era daqueles que tem de ganhar credibilidade lá fora, vender estabilidade cá dentro ou ambas as coisas e isso era relevante não só porque o Primeiro-ministro deixou de ser o super-ministro das Finanças que era em 1985-95, mas também porque a crise financeira global anunciada em 2007 cedo ameaçou países devedores da Zona Euro como Grécia, Irlanda e Portugal – e levou à sua demissão. Ainda assim, negociou o programa de assistência e só foi substituído por Vítor Gaspar depois das eleições legislativas de 2011. Nessa altura, a concretização do programa exigiu uma atenção nunca vista à execução orçamental, sendo um MF independente a segunda figura num governo de coligação que conseguiu durar toda a legislatura e obter uma maioria relativa em 2015, a despeito do sobressalto provocado pela demissão “irrevogável” do líder do partido minoritário – o qual quase impediu a tomada de posse de Maria Luís Albuquerque em 2013.

⁵⁷ Dez anos antes, tinha organizado uma visita ao Parlamento de Jurgen von Hagen, cujo primeiro trabalho apareceu como Economic Paper nº 96 da DG ECFIN, tendo sido aprofundado com Ian Harden, como descrevo em “Processos dos orçamentos nacionais”, *Diário de Notícias*, 3 de Agosto de 1994. Ele colaborou uns anos depois comigo e com o meu saudoso colega de Princeton William Branson numa aplicação aos países da Europa central e oriental, reproduzida em Michael Landesmann e Darius Rosati orgs., *Shaping the New Europe: Economic Policy Challenges of EU Enlargement*, Palgrave, 2004, pp. 27-48. Em “Fiscal Discipline and Growth in Euroland Experience with the Stability and Growth Pact”, *ZEI Working Paper*, 2003, Jurgen reforça o argumento mostrando que, entre 1998 e 2001, as datas de eleições parlamentares ou presidenciais afectam significativamente o défice orçamental do ano anterior: treze países registam uma única data, a Finlândia duas e Portugal três datas!

“Entre 2001 a 2015, Portugal só não esteve em situação de défice excessivo em dois anos: 2004 (revogação devida à correção feita por Durão Barroso em 2003) e 2008 (revogação devida à correção de 1,3% do PIB feita por Sócrates em 2007)”⁵⁸. No quadro 5, além de continuar a lista de titulares do quadro 4, indicam-se as alterações na notação da Standard & Poor’s bem como as entradas e saídas no PDE e PAEF. Antes deste PAEF, a cultura cívica não ajudou a constituição pela liberdade financeira como garante das liberdades futuras a escorar a ideia portuguesa da Europa expressa na resolução da Assembleia da República nº 19/XI de 21 de Abril de 1995. Além disso, ao contrário de mudanças de regime cambial anteriores, o parlamento manteve-se indiferente a esta, que representa uma dimensão crucial da integração europeia. O PAEF representou pois um choque profundo e duradouro para a sociedade, que a cultura cívica também não minorou depois da saída. Mais, o novo MF contou sempre com o apoio vocal do Primeiro-ministro que arrastou votos de partidos antieuropeus e veio a suceder a um socialista holandês na Presidência do euro-grupo.

A despeito de tais “vinganças”, a sintonia entre governo e banco central, tão badalado noutros países, raramente interessou a opinião pública. Embora a instabilidade cambial de 1993 possa ter parecido uma excepção, até pela relação pessoal, profissional e política que levou o anterior ministro a governador, não hesitei em “continuar a colaboração institucional entre Terreiro do Paço e Rua do Comércio, numa óptica de preparação da UEM”⁵⁹. Mal imaginava o que estava para acontecer nessa matéria, talvez por não ter olhado melhor para os nossos anos 1920...⁶⁰

4. Transição para o “posfácio que não foi”

4.1. Conclusão

O minucioso trabalho de João de Sousa da Câmara, escrito entre 1983 e 1989, ultrapassa em abundância documental a que já é timbre do autor. Revelando o espírito de equipa do MF com o Banqueiro que escolheu, mostra o cuidado daquele só aceitar o crédito externo quando dele se retira benefício para a reputação financeira da República. Esse critério (que cito em DEP, p. 16) adquire um sabor especial perante a carta enviada de Londres para FS&V em 22 de Agosto de 1928 (SSF, p. 83) referindo os associados DR e BB: ao primeiro coube negociar a primeira operação de Portugal no mercado americano e ao segundo liderar o consórcio para a primeira euro-emissão em Londres (anexo). Mesmo não tendo sido publicado o artigo na revista *Foreign Affairs*, o esforço para o conseguir pode ter gerado confiança mútua com bancos americanos nos anos 1960.

O processo de transição para a União Económica e Monetária consagrado no Tratado da União Europeia, que me coube assinar enquanto Ministro das Finanças, também permitiu ultrapassar o recurso a dois programas de estabilização do FMI, assegurando o recurso ao crédito externo em condições de mercado. Contudo, aceites como fundadores no padrão-euro, o endividamento crescente das empresas, das famílias e do Estado perante o exterior tornou-nos vulneráveis. Sujeitos desde o início aos PDE, em 2011 fomos forçados a negociar

⁵⁸ António Cabral, “O genial amigo: o défice excessivo”, *Público*, 16 de Junho de 2017.

⁵⁹ Ministério das Finanças, Maio 1992, cit. p.397. E concluía: “A sintonia resulta dos três pilares da política económica global se articularem com uma taxa de câmbio fixa no quadro do princípio de não acomodação a eventuais desvios inflacionistas. Neste princípio de não acomodação, livremente adoptada pelo Governo, reside a essência da independência do banco central que a UEM vai consagrar já a partir da segunda fase, a iniciar-se em 1994. Também no que toca à independência do Banco Central, o Governo antecipou-se aos calendários impostos pela Comunidade. Fá-lo aliás sempre que isso é do interesse do povo português.” (p. 399).

⁶⁰ Ao rever as provas catorze meses volvidos sobre a entrega do texto, queria acrescentar aos agradecimentos anteriores às bibliotecárias da TASSL os nomes de Kerri Anne, sem o apoio da qual não teria conseguido confirmar várias suposições e infirmar outras, bem como Miguel Azevedo, director executivo do grupo Citi, muito activo em África, cuja sensibilidade arquivística se revelou mais um interesse comum.

um PAEF. Embora o regime monetário e orçamental seja outro, a República regressou com sucesso ao crédito externo na sequência da adesão do escudo ao Sistema Monetário Europeu e da restauração da sua convertibilidade plena, nos termos expostos.

Pareceu-me de primeira importância fazer viver o manuscrito à luz da investigação subsequente, o que me levou a recordar trabalhos de juventude, a apreciar melhor as contribuições de colegas e amigos e explicitar a comparação sincrónica com outras periferias, nomeadamente europeias. Ainda assim, mereciam ser aprofundados argumento e contributos de prefaciadores anteriores - já que as idiossincrasias do actual prosseguem no posfácio, depois do enredo.

4.2. Enredo

Tornou-se um lugar-comum dizer que a reputação cresce gradualmente mas perde-se num ápice. Se é assim para as pessoas singulares e colectivas, que dizer dos soberanos, assim chamados por não poderem ser obrigados por tribunais a honrar os seus compromissos para com os credores estrangeiros? Saber servir uma dívida externa é tão importante para a notação de crédito quanto a capacidade de arrecadar impostos, sendo que só esta permite voltar ao mercado depois de uma bancarrota. Ao longo de 500 anos, Portugal registou uma em 1560 mas teve menos sorte durante a monarquia constitucional no século seguinte, de acordo com o conhecido livro de Carmen Reinhart e Kenneth Rogoff, *This time is different: eight centuries of financial folly*, Princeton, 2009 (pp. 86, 91). Pelo contrário, a Finlândia soube aproveitar a autonomia financeira dentro do império russo para adquirir a reputação da metrópole sueca, o que muito a ajudou nos anos 1920, como vimos na secção 2.1.

O enredo deste “posfácio que o não foi” começa pelo mandato de negociar um empréstimo de £12M que MF retira a Lazard em virtude de a SdN, em 9 de Março de 1928, ter exigido um representante residente com poderes de controlo e atribui a Citi, sempre por FSV interposto (docs. nº 1 e 1r, quadro 1). Durante as negociações, vão aparecer vários protagonistas de Citi, DR e BB mas do lado português só Mário e Salazar.

Drama quando o representante de Citi em Paris expressa em 17 de Agosto a dúvida constitucional (doc. nº 86): não havendo parlamento em sessão, pode o Presidente da República eleito delegar no executivo a competência para aprovar um empréstimo? Como se a resposta lhe fosse devida, BB escreve a FSV em 6 de Setembro (doc. nº 19, quadro 2) e MF responde a 11 que vai convidar um jurisconsulto a esclarecer o assunto (doc. nº 93). A 24 de Setembro, este reúne na sede de BB com um jurista inglês (doc. nº 22).

Em 9 de Novembro, BB escreve a FSV citando o receio que o seu jurista tinha da “atmosfera” (doc. nº 24). MF, posto ao corrente a 12 (doc. nº 111), reúne com Citi e DR a 14 (doc. nº 25) e sugere um empréstimo menor a 15 (doc. nº 60 e r60, quadros 1 e 2). FSV recebe respostas a 19 (docs. nº 26 e 27, quadro 2), um plano “monumental” e um recorte de imprensa ameaçador a 23 (docs. nº 28 e 29) aos quais MF responde a 30 (docs. nº 114 e 115), pedindo tempo para comentar o plano e descartando a ameaça, depois de ter dado por finda a colaboração com BB numa carta a FSV de 28 de Novembro (doc. nº 112).

Entre 2 e 28 de Dezembro, MF envia nove cartas a FSV para esclarecer os termos da emissão de £8M (docs. nº 116, 31, 32, 117 a 122, quadro 3), logo reencaminhadas para Citi (docs. nº 33, 34, 36, 38, 40, 41, quadro 3) e DR (docs. nº 35, 37, 47). Citi responde entre 10 e 28 (docs. nº 42 a 46 e 48). Embora MF escreva em 2 de Fevereiro de 1929 a FSV para encerrar o assunto (doc. nº 129), a troca continua até 18 de Fevereiro, de FSV (docs. nº 49, 124, 131, 132, 134, 135 para Citi; 125, 130 para DR) e volta (docs. nº 50-52).

FSV recorda ainda a Citi que o convite da revista *Foreign Affairs* evocado dois meses antes se não concretizou (docs. nº 44, cit. e 135) mas quando escrevem três meses depois, Citi e DR não abordam o assunto (docs. nº 54, 55) mesmo depois de FSV insistir (doc. nº 136). Recusada uma sugestão de consignação fiscal para facilitar a negociação do empréstimo (docs. nº 137-138, 56, 139, 140), volta o assunto da publicação, abordado num documento repetido, numa

carta perdida do redactor da revista e três outras no Arquivo Salazar da Torre do Tombo, em boa hora consultadas pelo autor e seu filho.

4.3. Constituição financeira redux

Continuando a não fazer história financeira, reproduzo as pp. 181-182 de DEP, ilustrativas da narrativa que na altura me parecia adquirida. Sem remontar aos embaraços financeiros da época dos descobrimentos⁶¹, desde o princípio do século XIX que Portugal se debatia com dificuldades dessa ordem, agravadas pela guerra peninsular, pelas lutas civis e pela política económica da Regeneração⁶². Além do exemplo de escola que é o repúdio do empréstimo D. Miguel evocam-se as frequentes concordatas e moratórias com credores assustados que culminaram na convenção de 1902⁶³. Só a abundante oferta de capitais privados, característica da banca internacional oitocentista, bem como os interesses coloniais e a exploração das rivalidades inerentes explicam que, apesar de tudo, tivéssemos conseguido alguma coisa⁶⁴. Depois da convenção de 1902, Portugal evitou ou não conseguiu fundos externos⁶⁵. A Grande Guerra, porém, sangrou de tal modo o país que o governo republicano tentou obter um empréstimo em Londres. Dirigiu-se para esse efeito aos antigos banqueiros da Coroa, BB. Estes formaram com duas casas amigas, Rothschild e Schroder, um sindicato que estava disposto a conseguir esses fundos.

A Revolução de 1926 interrompeu as negociações e, posteriormente, Salazar considerou inviável o pagamento pontual e preferiu, conseqüentemente, não recorrer a praças externas. Este aspecto da sua filosofia financeira teve a maior repercussão sobre o modo como Portugal «regressou» a mercado externo nos anos 1960. Antes disso, apenas participou na conversão semi-forçada de 1939, a qual, por efeito da guerra e da “nacionalização”⁶⁶ dos títulos de 1902, teve reduzido impacto no mercado internacional, aliás profundamente destruído⁶⁷.

O último parágrafo desta breve recordatória serve para lembrar que a história financeira internacional ganha em ser cotejada com a constitucional de cada emitente soberano, e que o elenco dos textos legais não chega para determinar a “constituição da política económica”, proposta na Lição Nobel de James Buchanan (1919-2013) como um contrato voluntariamente aceite pelos cidadãos em condições de incerteza, por causa das implicações negativas da dívida pública sobre gerações futuras de contribuintes.

Dito de outro modo, a cultura cívica, para a qual apelei diversas vezes na secção anterior, tem implicações para a boa governação presente e futura. A reciprocidade fundamental entre os cidadãos pagarem impostos e utilizarem serviços públicos leva cada contribuinte a subavaliar a utilidade do bem público, porventura convicto de que outros podem pagar, se não se resolver o “problema da boleia”⁶⁸. Daí decorre, como se sabe, o provimento insuficiente,

⁶¹ Sobre a história da nossa dívida pública cfr. Emídio da Silva, *Ciência das Finanças*, Lições Calvet de Magalhães, 1938, p. 158; sobre a dívida do sec. XVI também Lúcio de Azevedo, *Elementos para a história económica de Portugal* (secs. XII a XVII), ed. ISCEF, 1967, pp. 111 e segs.

⁶² Sobre a dívida externa dos meados do século XVIII aos finais do século XIX, Sideri, cit., p. 161.

⁶³ O empréstimo de 40 milhões de francos, dito D. Miguel, foi oferecido a 70 %, sendo o juro pago de uns 10 % (contra 5 % nominal), segundo Sideri, loc. cit. e Livermore, *A New History of Portugal*, 1966, p. 279. Cf. Relatório da conversão da dívida externa apresentado ao Governo pela Junta de Crédito Público e crítica na revista Portugal-Brasil, Rio, 1903: “A origem da Junta e a grande conversão de 1902”.

⁶⁴ Depois de 1885 os fundos eram vendidos a 50 %, tendo os bancos ingleses pago 40 % ao Estado! Sideri, cp. cit., 162 e Hammond, *Portugal and Africa 1815-1910*, 1966, pp. 31 e 205.

⁶⁵ Afonso Costa, *Les Finances Portugaises*, 1913, p. 63.

⁶⁶ Salazar, *Discursos*, III, p. 225.

⁶⁷ Hang-Sheng Cheng, *International Bond Issues of the Less-Developed Countries*, 1969, 20 advoga maior acesso de países em desenvolvimento aos mercados internacionais através de avals (*certification*) do Banco Mundial.

⁶⁸ Deve-se a Mancur Olson (1932-98), *The Logic of Collective Action Public Goods and the Theory of Groups*, 1965, livro que continua influente.

que prejudica a comunidade no seu todo, e comunidades vizinhas, degenerando em ditadura ou em anarquia. O raciocínio aplica-se às nações-Estado e explica a relação causal inversa encontrada entre medidas simples de globalização comercial e financeira por um lado e de corrupção aparente por outro⁶⁹.

Também existe uma literatura viçosa sobre maneiras de evitar essa degenerescência, através da melhoria do funcionamento das instituições. Isto porque a sua qualidade é vista como determinante para o desenvolvimento embora não para o crescimento económico, com base quer em história comparativa, como a levada a cabo por Daron Acemoglu e James Robinson, quer na análise política da economia associada a Timothy Besley e Torsten Persson⁷⁰. Nestas abordagens, a relevância das matérias fiscais, financeiras e monetárias presentes na lei fundamental para a vida dos cidadãos radica em processos, não necessariamente explícitos, nos termos dos quais o Estado arrecada recursos privados através de impostos, para os distribuir através de subsídios directos ou indirectos.

Sendo assim, a cultura cívica sustenta a constituição em termos que decorrem da história financeira e fiscal e tem implicações para o futuro próximo. Em particular, reflecte implicações externas que se tornam determinantes em caso de crises de pagamentos. Embora não existisse constituição escrita, foi certamente o que aconteceu com a declaração de inconvertibilidade de 1797, que encerrou, como se disse acima, 300 anos de elevada reputação financeira, seguidos por um século ruinoso que culminou na crise 1890-92⁷¹. Salvo o regresso no Verão de 1931, que atravessa SSF, a convertibilidade cambial regressou com dificuldade 100 anos depois, e não conseguiu impedir nova crise em 2011 – talvez até tenha facilitado libertinagem e irresponsabilidade bancárias, na medida em que a estabilidade financeira foi considerada enteada de Maastricht⁷². Mas a Constituição não nos ajudou, antes pelo contrário⁷³.

Há quase 200 anos que a organização política, incluindo a independência dos tribunais, tal como os direitos, liberdades e garantias dos portugueses está estipulada em documentos escritos, o que ocorre em toda a União Europeia excepto o Reino Unido. Durante o nosso constitucionalismo monárquico, estiveram em vigor três; depois da proclamação da República outras três. Sempre vi na terceira, aprovada em 1976, um programa dinâmico implausível para

⁶⁹ Veja-se o meu trabalho em co-autoria com Federico Bonaglia e Maurizio Bussolo “How globalisation improves governance” in Linda Yueh (ed.), *The Law and Economics of Globalisation*, Edward Elgar, 2009, pp. 193-224, que saiu primeiro como CEPR DP nº 2992, Outubro 2001.

⁷⁰ Bastaria citar *Why Nations Fail*, NY 2012 dos primeiros e *Pillars of Prosperity*, Princeton 2011 dos segundos, não tivesse Tim Besley revisto a sua alocução presidencial da *Econometric Society* no CEPR DP nº 13968, Agosto 2019, intitulado “State Capacity, Reciprocity and the Social Contract”. Aí mostra como a cultura cívica ajuda a criar um Estado fiscal efectivo que equilibre as recompensas relativas dos cidadãos responsáveis e dos que chamam “materialistas”, em vez de presumir que o governo tem poder suficiente para tributar, regular e aplicar a lei. Ao radicar a reciprocidade nas preferências individuais, Besley consegue especificar como ao círculo virtuoso da “reciprocidade positiva” correspondem níveis elevados de desenvolvimento. Esse optimismo afasta-se de Mancur Olson, citado acima mas por ele.

⁷¹ Reinhart e Rogoff, citados acima no texto, mostram que o número de bancarrotas desde 1300 foi 14 em Espanha, 9 em França e 7 em Portugal. Mais, no antigo regime, a constituição financeira espanhola e francesa eram semelhantes (7 e 8) ao passo que a semelhança subsequente é entre a espanhola e portuguesa (7 e 6). Salientei esta reviravolta em “A estratégia de Portugal para a economia aberta”, *As Conferências da FEP-UP com os Ministros das Finanças desde o 25 de Abril de 1974 fevereiro-maio 2012 Assumir a responsabilidade pelo passado-projetar o futuro*, Porto: Fronteira do Caos Editores, p. 70.

⁷² Markus Brunnermeier, Harold James e Jean-Pierre Landau, *The Euro and the Battle of Ideas*, Princeton: Princeton, 2016.

⁷³ Como argumento num documento de trabalho inédito para *Por onde vai a banca em Portugal*, cit, parte VI.2.2.

uma sociedade sem classes menosprezando a interdição formal de reverter as nacionalizações em massa de 1975 até à primeira revisão em 1981⁷⁴.

Esse choque entre a liberdade política e financeira podia ser atenuado por acordo entre os dois principais partidos pró-europeus, mas isso só aconteceu depois da queda do muro de Berlim. Caso nasça uma maioria constitucional materialista e anti-europeia, a tensão causada no regime pode ameaçar a cultura cívica. Tornou-se evidente em 2015 que a integração monetária europeia não consegue superar essa tensão, porquanto se atingiram as metas orçamentais comunitárias apesar de a qualidade dos serviços públicos se ter deteriorado por falta de investimento e de transparência na governação.

A organização económica inclui a política monetária e cambial, explicitando o artigo 102.º que o Banco de Portugal “exerce as suas funções nos termos da lei e das normas internacionais a que o Estado Português se vincule”. No mesmo plano estão a política orçamental, segunda a lei de enquadramento de 2015, e a supervisão financeira, contemplada no Decreto-Lei n.º 298/92, de 31 de Dezembro, cuja motivação foi de completar os pilares da política económica global, os quais incluem estabilidade financeira e função accionista do Estado além das políticas macroeconómicas. Talvez por causa da subordinação jurídico-formal destes aspectos constitucionais relativamente à organização e direitos políticos, a história ignora a sua evolução. Por exemplo, o constitucionalismo monárquico tardio é descrito com dichotes como: “grupos de políticos açambarcadores de interesses organizaram-se e dominaram o governo... da sua aliança com os grupos banqueiros europeus surgiu o Carnaval financeiro que caracteriza o período de 1886-1889” ou “a solidariedade entre os governantes e os banqueiros, financeiros e agiotas reforçava-se com o descalabro orçamental...”⁷⁵.

Pelo contrário, a estabilidade e convertibilidade cambiais resultam da boa governação, cujo escrutínio compete aos cidadãos e é promovida pela globalização. Se não houver meio de limitar as despesas públicas a receitas arrecadadas pelo soberano, a moeda irá valer cada vez menos, em virtude do imposto escondido da inflação. Entre nós, a partir da saída da Corte para o Brasil em 1807, as flutuações conjunturais compensaram anos bons com anos maus, sendo toleráveis em tempo de paz e inevitáveis em tempo de guerra, como quem lança uma moeda ao ar. Porém, este equilíbrio bissecular desaparece quando se ignora a liberdade financeira e se considera a liberdade política restringida durante as guerras civis oitocentistas e o Estado Novo⁷⁶.

As circunstâncias concretas da instauração do regime democrático em 1974 propiciaram uma instabilidade macroeconómica que lembra o rescaldo da revolução de 1910 para não ir até ao assassinato de Sidónio Pais em 1917, cujo curto regime representou a primeira experiência europeia de um regime presidencial “à americana”. Os cem anos de crédito

⁷⁴ Trata-se dos artigos 1º e 83º, respectivamente. Ver “Princípios Gerais da organização Económica”, *Estudos sobre a Constituição*, 1977, Lisboa: Petrony, pp. 189-205 e “A Ilógica do Sistema Constitucional Português”, in Centro de Estudos Fiscais, *Estudos*, vol. I, 1983, Lisboa: IN-CM, pp. 213-237.

⁷⁵ O “Aperçu sur la situation du Portugal”, escrito por J. P. Oliveira Martins em 1892 é citado numa “breve síntese” de 2012 onde se lê: “Défice orçamental e aumento da dívida (e dos respectivos encargos financeiros) eram, seguramente, uma questão financeira. Mas não eram menos uma questão política, relevante para o tema que se está a discutir. Na verdade, se representavam um aperto para o Estado, para os financeiros representavam uma oportunidade de negócio, já que o défice se tinha que compensar por empréstimos ao Estado, ou a curto prazo (dívida flutuante), ou a longo prazo (dívida consolidada)”. Ver fonte citada na nota anterior.

⁷⁶ Em vez de quase metade do tempo, as liberdades passam para dois terços, mas reverterem para pouco mais de metade quando se ignora a monarquia. Especificando combinações viciosas e virtuosas das liberdades e restrições dos cidadãos portuguesas, bem como das suas pertenças europeia e lusófona desde a guerra peninsular, resulta que não gozaram de liberdade financeira um pouco mais de metade do tempo. Venho actualizando os dados desde 1996 mas “Duzentos anos de Europa e lusofonia em memória de Francisco Lucas Pires”, Francisco Lucas Pires, *A Revolução Europeia Antologia de textos*, Parlamento Europeu Gabinete em Portugal, 2008, pp. 113-115 permanece uma referência conveniente.

externo mostram o círculo vicioso entre défice público e défice externo a exigir a presença regular da OEF ou do FMI.

O descontrolo da dívida a partir de 2008-09 poderá dever-se sobretudo à “necessidade” de intervir no sector bancário mas não se pode ignorar o despilfarro orçamental de vários países, entre os quais o nosso. Ainda por isso, este século começou com uma indiferença relativamente à dívida externa, visível na comparação de um país da Zona Euro com um Estado federado que opôs Cavaco Silva, o Primeiro-ministro responsável pela entrada no Sistema Monetário Europeu, a Vítor Constâncio, Governador do Banco de Portugal. Esta oposição tinha sido observada nos debates entre os dois candidatos a Primeiro-ministro durante a campanha eleitoral de 1985 mas não os impediu de, enquanto dirigentes partidários, acordar na revisão constitucional mais importante para as liberdades económica e financeira.

Revista a constituição em 1989 e restaurada a convertibilidade cambial pouco depois, assegurou-se a estabilidade nominal mas, em 2008, a crise global expôs os custos do endividamento externo e obrigou a recorrer ao financiamento externo no quadro do primeiro programa de ajustamento económico-financeiro (PAEF) sem desvalorização nominal. Infelizmente, o Tribunal Constitucional seguiu uma “jurisprudência de crise” sem paralelo na Europa⁷⁷.

Depois, a solução política no período subsequente às eleições de 2015, durante o qual forças anti-europeias apoiaram um governo pró-europeu, retirando a maioria à coligação mais votada. A promessa de reverter a austeridade para tornar o ajustamento sustentável, do ponto de vista económico e social, poderá ter conseguido não violar o código de conduta orçamental europeia mas alargou o enorme aumento de impostos directos aos indirectos, com prejuízo para o bem-estar dos cidadãos. Permanecem dúvidas quanto à sustentabilidade das reversões operadas, e da constituição financeira que as suporta, mas conseguiu-se manter a ideia portuguesa da Europa e talvez reiniciar a convergência com a média europeia interrompida no início do século.

Mesmo quando a maioria parlamentar é obtida à custa de partidos que desprezam a liberdade financeira dos cidadãos, tal como na antiga União Soviética, esta solução política recolhe o consenso dos órgãos de soberania, incluindo o Tribunal Constitucional, mostrando como a cultura cívica tem convivido com formas diversas de pressão externa. Para alavancar essa vantagem comparativa na governação, não basta acreditar na cooperação internacional, convém ainda demonstrar que os seus benefícios aumentam com a confiança e conhecimento mútuo dos parceiros, apesar da assimetria entre os EUA e os restantes membros, acusados de irem “à boleia” no provimento do bem público.

A reversão de reformas relevantes nos mercados de bens, serviços e factores de produção prejudicou a competitividade a longo prazo da economia portuguesa enquanto o correlativo aumento de impostos e diminuição da qualidade dos serviços públicos prejudicaram o bem-estar dos cidadãos ao longo da legislatura. Tanto basta para indiciar as ameaças à liberdade financeira nos últimos quatro anos e fazer votos para que se não concretizem.

Praia das Mações, 9 de Setembro de 2019

Quadro 1 Lista dos 50 Documentos citados na Introdução e Capítulo I (+2 repetidos)

nº	nota	cap	data	de	para	nome
1	3	intro	5-jun-28	MF	FSV	telegrama
58	4	intro	5-jun-28			dívida pública
1r	3	I	6-jun-28	FSV	MF	carta
2	7	I	7-jun-28	FSV	Weeks	cópia carta
3	8	I	7-jun-28	Weeks	FSV	carta

⁷⁷ Ensaaios críticos organizados por Gonçalo Almeida Ribeiro e Luís Pereira Coutinho, *O Tribunal Constitucional e a Crise*: Almedina, 2014, apresentam a polémica nacional.

nº	nota	cap	data	de	para	nome
4	16	I	16-jul-28	Weeks	FSV	carta
5	17	I	17-jul-28	Pictet	FSV	carta
6	19	I	19-jul-28	Pictet	FSV	carta
7	23	I	25-jul-28	Weeks	FSV	carta
8	24	I	26-jul-28	Pictet	FSV	carta
9	25	I	28-jul-28	Travers	FSV	carta
10	34	I	3-ago-28	Weeks	FSV	carta
11	40	I	2-ago-28	Pictet	M/FS	questões
12	43-46	I	16-ago-28	Weeks	Mário	carta
13	51	I	22-ago-28	Travers	Weeks	cópia telegrama
14	53	I	22-ago-28	Weeks	CitiNY	cópia telegrama
15	54	I	23-ago-28	FSV	Travers	cópia estudo
16	58	I	28-ago-28	CitiLo	FSV	carta
59	3	I	6-jun-28	FSV	MF	cópia carta
60	5	I	15-nov-28	MF	Bancos	resposta
61	6	I	6-jun-28	MF	FSV	carta
62	9	I	8-jun-28	FSV	MF	carta
63	10	I	30-jun-28	Pictet	FSV	carta
64	11	I	6-jul-28 FSV	CitiPa	cópia	carta
65	12	I	11-jul-28	FSV	CitiPa	cópia telegrama
66	13	I	12-jul-28	CitiPa	FSV	telegrama
67	14	I	18-jul-28	FSV	MF	cópia carta
68	15	I	18-jul-28	MF	FSV	carta
69	18	I	18-jul-28	Traver?	Mário	telegrama cifra
70	20	I	20-jul-28	FSV	Citi	cópia carta
71	21	I	20-jul-28	FSV	Citi	cópia 2ª carta
72	22	I	23-jul-28	FSV	CitiPa	cópia carta
73	26	I	28-jul-28	FSV	CitiPa	cópia telegrama
74	27	I	30-jul-28	Mário	Pictet	cópia carta
75	28-30	I	31-jul-28	FSV	CitiP	cópia carta
76	31	I	3-ago-28	Mário	Weeks	cópia carta
77	32	I	3-ago-28	FSV	CitiLo	cópia telegrama
78	33	I	3-ago-28	Weeks	FSV	telegrama
79	35	I	6-ago-28	Mário	Weeks	cópia teleg cifra
80	36	I	6-ago-28	Weeks	FSV	telegrama
81	37	I	9-ago-28	Mário	Travers	telegrama
82	38	I	10-ago-28	Travers	Mário	telegrama
83	39	I	10-ago-28	Mário	Pictet	cópia carta
84	41	I	16-ago-28	FSV	Citi	cópia carta
85	42	I	10-ago-28	Weeks	FSV	carta
86	47	I	17-ago-28	CitiPa	FSV	carta
87	48-50	I	17-ago-28	Mário	CitiLo	cópia carta
88	52	I	22-ago-28	Weeks	FSV	carta
89	55	I	27-ago-28	MF	FSV	carta
90	56	I	29-ago-28	FSV	Weeks	cópia carta
91	57	I	28-ago-28	MF	FSV	carta
r75	61	I	31-jul-28	FSV	CitiPa	cópia carta

Fonte: Autor, que numerou documentos de 58 a 140 com base nas notas e capítulos de SSF, considerando a resposta de FSV a MF repetida para não levar a que lapso altere numeração.

Quadro 2 Lista dos 38 Documentos citados nos Capítulos II e III (+1 repetido)

nº	nota	cap	data	de	para	nome
17	5-6	II	6-set-28	Weeks	FSV	carta
18	7	II	6-set-28	Weeks	Travers	telegrama
19	8-9	II	6-set-28	BB	FSV	carta
20	16	II	18-set-28	CitiLo	FSV	carta
21	18	II	19-set-28	BB	FSV	carta
22	19	II	24-set-28	Citi	FSV	carta
23	21	II	8-out-28	Citi	FSV	carta
24	40-44	II	9-nov-28	BB	FSV	carta
92	5	II	6-set-28	BB	FSV	carta
93	13	II	11-set-28	MF	FSV	carta
94	14	II	14-set-28	Mário	Weeks	cópia carta
95	15	II	14-set-28	BB	FSV	telegrama
96	17	II	20-set-28	Mário	Travers	cópia carta
97	20	II	5-out-28	MF	M Figº	telegrama
98	27	II	21-set-28	MF	FSV	telegrama
99	28	II	22-set-28	MF	FSV	telegrama
100	29	II	23-set-28	MF	FSV	telegrama
101	30	II	24-set-28	MF	FSV	telegrama
102	31	II	25-set-28	MF	FSV	telegrama
103	32	II	15-out-28	Weeks	Mário	telegrama
104	33	II	15-out-28	Mário	Travers	cópia telegr
105	34	II	17-out-28	M Figº	MF	cópia telegrama
106	35	II	18-out-28	MF	M Figº	cópia telegrama
107	36	II	20-out-28	MF	M Figº	cópia telegrama
108	37	II	29-out-28	Travers	Mário	telegrama
109	38	II	30-out-28	Mário	Travers	cópia telegrama
110	39	II	1-nov-28	Mário	Travers	cópia telegrama
111	45	II	12-nov-28	FSV	MF	carta
112	47	II	28-nov-28	MF	FSV	carta
25	1	III	14-nov-28	Citi	FS/M	aide-mémoire
26	7	III	19-nov-28	Citi	FSV	carta
27	8	III	19-nov-28	DR	FSV	carta
28	9	III	23-nov-28	Weeks	FSV	carta
29	10-33	III	23-nov-28	Citi	FSV	carta
r60	2-5	III	15-nov-28	MF	C, D, B	resposta
113	6	III	19-nov-28	FSV	MF	cópia carta
114	34	III	30-nov-28	FSV	Citi	cópia carta
115	35-36	III	30-nov-28	FSV	Citi	cópia carta
30	37	III	23-nov-28	Times		resposta

Fonte: Autor, que numerou documentos de 58 a 140 com base nas notas e capítulos de SSF.

Quadro 3 Lista dos 52 Documentos citados nos Capítulos IV a VI (+1 repetido, 4 TT ou ?)

nº	nota	cap	data	de	para	nome
31	28-32	IV	3-dez-28	MF	FSV	carta
32	34-39	IV	3-dez-28	MF	FSV	carta
33	40	IV	4-dez-28	FSV	Citi	cópia da carta
34	41	IV	5-dez-28	FSV	Citi	cópia da carta
35	42	IV	5-dez-28	FSV	DR	cópia da carta
36	43	IV	6-dez-28	FSV	Citi	cópia da carta
37	44	IV	6-dez-28	FSV	DR	cópia da carta
38	48	IV	8-dez-28	FSV	Citi	cópia da carta

nº	nota	cap	data	de	para	nome
39	49	IV	8-dez-28	FSV	DR	cópia da carta
40	65	IV	18-dez-28	FSV	Weeks	cópia da carta
41	66	IV	19-dez-28	FSV	Weeks	cópia da carta
116	17-27	IV	2-dez-28	MF	FSV	carta
117	45-46	IV	6-dez-28	MF	FSV	carta
118	50-64	IV	10-dez-28	MF	FSV	carta
119	67	IV	20-dez-28	MF	FSV	carta
120	68-71	IV	21-dez-28	MF	FSV	carta
121	72-77	IV	27-dez-28	MF	FSV	carta
122	78	IV	28-dez-28	MF	FSV	carta
42	1-2	V	10-dez-28	Citi	FSV	carta
43	4-10	V	14-dez-28	Citi	FSV	carta
44	11	V	19-dez-28	Citi	FSV	carta
45	12-13	V	20-dez-28	Citi	FSV	carta
46	14	V	20-dez-28	Citi	FSV	memorandum
47	15-17	V	20-dez-28	FSV	DR	cópia da carta
48	20-23	V	28-dez-28	Citi	FSV	carta
49	24	V	28-dez-28	FSV	Citi	cópia da carta
50	25-27	V	1-jan-29	Citi	FSV	carta
51	30	V	16-jan-29	Citi	FSV	carta
52	31	V	18-jan-29	DR	FSV	carta
123	3	V	10-dez-28	DR	FSV	carta
124	18	V	24-dez-28	FSV	Citi	cópia carta
125	19	V	24-dez-28	FSV	DR	cópia carta
126	28	V	2-jan-29	Weeks	FSV	telegrama
127	29	V	3-jan-29	FSV	MF	cópia carta
128	32	V	21-jan-29	FSV	MF	cópia carta
129	33	V	2-fev-29	MF	FSV	carta
53	3-4	VI	6-fev-29	Citi	FSV	carta
54	11	VI	17-mai-29	Citi	FSV	carta
55	12	VI	5-jun-29	DR	FSV	carta
56	20-21	VI	20-set-29	Citi	FSV	carta
57	27	VI	15-out-29	Citi	FS/M	carta
130	5	VI	7-fev-29	FSV	DR	cópia carta
131	6	VI	7-fev-29	FSV	Citi	cópia carta
132	7	VI	7-fev-29	FSV	Citi	cópia carta
133	8	VI	12-fev-29	Citi	FSV	carta
134	9	VI	13-fev-29	FSV	Citi	telegrama
135	10	VI	18-fev-29	FSV	Citi	cópia carta
136	13	VI	17-jun-29	FSV	Citi	cópia carta
137	15-16	VI	21-ago-29	Citi	FSV	carta
138	17-19	VI	9-set-29	FSV	Citi	cópia carta
139	22	VI	8-out-29	FSV	Citi	cópia carta
r57	30	VI	15-out-29	Weeks	FS/M	carta
140	28	VI	29-nov-29	FSV	Citi	carta
?	220	VI	?-set-29	HFA	MF	convite
TT	24	VI	14-nov-29	MF	HFA	carta
TT	32	VI	27-nov-29	HFA	MF	carta
TT	31	VI	3-fev-30	MF	HFA	carta

Fonte: Autor, que numerou docs de 58 a 140 com base nas notas e capítulos de SSF mas denotou “convite que, em Setembro de 1929, Hamilton Fish Armstrong” (HFA) por ?, página, ?.

Quadro 4 Transição do escudo para o euro em 22 passos, titulares, *Standard & Poor's*

1. Revisão constitucional, Agosto 1989

2. PCEDED revisto apresentado na Comissão Europeia, Novembro 1989

Miguel Beleza nomeado Ministro das Finanças, Janeiro 1990

3. Fim do *crawling peg* anunciado no Comité Monetário, Maio 1990

4. Apresentação pública do QUANTUM e início da 1ª fase, Julho 1990

5. Lei orgânica do Banco de Portugal, Novembro 1990

Melhoria da notação da dívida para A⁺ pela, Outubro 1991

Braga de Macedo nomeado Ministro das Finanças, Outubro 1991

6. Aprovação do Programa de Convergência Q2 pelo ECOFIN, Dezembro 1991

7. Acordo sobre política de rendimentos e preços para 1992, Fevereiro 1992

8. Orçamento do Estado onde se proíbe o financiamento do Tesouro por parte do Banco de Portugal (artigo nº 58 da lei nº 2/92 de 9 de Março), Janeiro 1992

9. Entrada do escudo no mecanismo cambial à paridade virtual, Abril 1992 (saída da lira e libra, realinhamento da peseta, Setembro; realinhamento da peseta e escudo, Novembro)

Miguel Beleza nomeado Governador do Banco de Portugal, Maio 1992

10. Concretização pelo Banco de Portugal da eliminação dos controlos cambiais anunciada em Agosto (prescindindo da derrogação até 1995), Dezembro 1992 concluindo reformas estruturais e financeiras complementares constantes do programa de governo, do Q2 e do orçamento: a/Regime de administração financeira do Estado (decreto-lei nº 155/92 de 28/7, b/ Racionalização do emprego dos recursos humanos da administração pública (decreto-lei nº 247/92 de 7/11); c/ Normas relativas aos fundos de investimento e reestruturação e internacionalização empresarial (FRIE, decreto lei nº 214/92 de 13/10, incluindo os respectivos benefícios fiscais decreto-lei nº 289/92 de 26/12); d/ Regime geral das instituições de crédito e sociedades financeiras (decreto-lei nº 298/92 de 31/12).

11. Apelo do Ministro das Finanças ao respeito da convertibilidade cambial pelo Banco de Portugal, Março 1993

12. Realinhamento da peseta e do escudo, Maio 1993

Melhoria da notação da dívida para AA⁻, Maio 1993.

13. Alargamento das bandas de flutuação do Sistema Monetário Europeu, Julho 1993

14. Prémio de melhor emitente para a República e menção especial para o Ministro das Finanças, Agosto 1993 (*Euromoney*)

15. Emissão global em dólares da República, Setembro 1993

16. Aprovação pelo Comité Monetário do Programa de Convergência Revisto, Novembro 1993

Eduardo Catroga nomeado Ministro das Finanças, Dezembro 1993

17. Emissão global em ECUS da República, Fevereiro 1994

António de Sousa nomeado Governador, Junho

18. Realinhamento da peseta e do escudo, Abril 1995

Novo Primeiro-ministro nomeia Sousa Franco nas Finanças, Outubro 1995

19. Escolhido euro para nome da moeda única, Dezembro 1995

20. Portugal qualificado para euro, Maio 1997

Melhoria da notação da dívida para AA, Dezembro 1998

Pina Moura nomeado Ministro das Finanças Outubro 1999

21. Fixação irrevogável das paridades, Dezembro 1999

Vitor Constâncio nomeado Governador, Fevereiro 2000

Oliveira Martins nomeado Ministro das Finanças, Julho 2001

22. Entrada em circulação do euro, Janeiro 2002

Fonte: Autor, com base em Maas, p. 115 e 118 (alterações do *rating S&P* não numeradas).

Quadro 5 Titulares, S&P, PDE e PAEF

Vitor Constâncio Governador, Fevereiro 2000

Guilherme Oliveira Martins Ministro, Julho 2001

1. Entrada no PDE relativo a 2001, Julho 2002

Manuela Ferreira Leite Ministra, Abril 2003

2. Saída do PDE, Maio 2004

António Bagão Félix Ministro, Julho 2004

Luís Campos e Cunha Ministro, Março 2005

Fernando Teixeira dos Santos Ministro, Julho 2005

3. Entrada no PDE relativo a 2004, Setembro 2005, revogada em Junho 2008

4. Entrada no PDE relativo a 2009, Outubro 2009

Queda da notação da dívida para A, Dezembro 2009

Queda da notação da dívida para A⁻, Abril 2010

Carlos Costa Governador, Junho 2010

Queda da notação da dívida para BBB⁻, Março 2011

5. Entrada no PAEF, Maio 2011

Vítor Gaspar Ministro, Julho 2011

Queda da notação da dívida para BB⁻, Janeiro 2012

Maria Luís Albuquerque Ministra, Julho 2013

2. Saída do PAEF, Março 2014

Melhoria da notação para BB⁺, Setembro 2015

Mário Centeno Ministro, Dezembro 2015

7. Saída do PDE, Junho 2017

Melhoria da notação para BBB⁻, Setembro 2017

Melhoria da notação para BBB, Março 2019

Fontes: Autor; António Cabral, cit. n. 59 texto; <https://tradingeconomics.com/portugal/rating>.

Nova School of Business & Economics

Campus de Carcavelos

Rua da Holanda 1

2775-405 Carcavelos | Portugal

novasbe.pt

Accredited by



Member of

